

## THESIS / THÈSE

### MASTER EN SCIENCES DE GESTION À FINALITÉ SPÉCIALISÉE EN BUSINESS ANALYSIS & INTEGRATION

#### Le portage immobilier

#### une solution pour faciliter la reprise d'une société ?

Mourmaux, Arnaud

*Award date:*  
2020

*Awarding institution:*  
Université de Namur

[Link to publication](#)

#### General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

#### Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.



Le portage immobilier :  
Une solution pour faciliter la reprise d'une société ?

**Arnaud MOURMAUX**

**Directeur: Prof. O. BERNAL**

Mémoire présenté  
en vue de l'obtention du titre de  
Master 120 en sciences de gestion, à finalité spécialisée  
en Business Analysis & Integration

**ANNEE ACADEMIQUE 2019-2020**

## Table des matières

---

|   |    |
|---|----|
| Introduction.....   | 1  |
| Chapitre 1. Présentation du cas .....                                     | 1  |
| 1.1. Une menuiserie située en Wallonie .....                              | 1  |
| Chapitre 2. La transmission d'entreprise .....                            | 5  |
| 2.1. Les étapes d'une transmission d'entreprise .....                     | 5  |
| 2.2. Les petites et micro-sociétés .....                                  | 10 |
| 2.3. Les méthodes de transmission d'une société.....                      | 11 |
| Chapitre 3. Les méthodes de valorisation .....                            | 17 |
| 3.1. L'approche patrimoniale .....  | 18 |
| 3.2. L'approche comparative .....   | 21 |
| 3.3. Les divergences de valorisation et leurs interprétations.....        | 26 |
| 3.4. Tableau récapitulatif des différentes méthodes de valorisation ..... | 28 |
| Chapitre 4. L'immobilier en société et les fonds immobiliers .....        | 29 |
| 4.1. Avantages et inconvénients de posséder son immobilier .....          | 29 |
| 4.2. Vente immobilière.....   | 30 |
| 4.3. Location immobilière .....   | 34 |
| 4.4. Les droits réels.....  | 36 |
| 4.5. Les fonds immobiliers.....   | 40 |
| Chapitre 5. Le portage immobilier et ses substituts .....                 | 42 |
| 5.1. Le portage immobilier et ses substituts .....                        | 42 |
| 5.2. Les aides à la transmission d'entreprise .....                       | 48 |
| Chapitre 6. Application pratique des solutions.....                       | 52 |
| 6.1. Rappel des informations importantes du cas .....                     | 52 |
| 6.2. Reprise sans application du portage immobilier .....                 | 53 |

|   |    |
|---|----|
| 6.3. Reprise avec application du portage immobilier ..... | 54 |
| 6.4. Résultats et limites du modèle .....                 | 60 |
| Conclusion.....   | 62 |
| Bibliographie.....  | 63 |

## Remerciements

---

Je tiens à remercier toutes les personnes qui ont contribué à la réalisation de ce mémoire.

Dans un premier temps, je tiens à remercier M. Bernal, mon directeur de mémoire, pour ses conseils et commentaires m'ayant permis d'améliorer ce travail.

Ensuite, je tiens tout particulièrement à remercier Thierry Dehout, mon maitre de stage, qui m'a énormément aidé dans la réalisation des différents modèles utilisés dans ce présent mémoire ainsi que pour la proposition de ce sujet. Également, je remercie David Franeau, Rémy Templier et Maxime Claes, tous trois travaillant au sein de la société Closing, pour toutes les connaissances qu'ils m'ont permis d'acquérir au cours de ce stage.

Enfin, j'accorde mes remerciements à Monsieur Demaret (SPF Finance), Madame Mol (SOWALFIN), Monsieur Pirard (BDO) et Monsieur Renerken (SOWACCESS) pour m'avoir partagé leur expertise sur les différentes thématiques utilisées dans ce travail.

# Introduction

---

Selon une étude de l'IWEPS, en 2016, en Wallonie, 23% des sociétés faisaient partie des sociétés potentiellement à céder. Actuellement, selon la SOWACCESS, Société Wallonne d'Acquisitions et de Cessions d'entreprise, une société sur 3 serait même potentiellement à vendre. Malgré l'offre en augmentation en Belgique, certaines transactions sont freinées voire, en suspend durant plusieurs mois. Dans certains de ces cas, l'immobilier constitue l'un de ces freins majeurs. Notamment, lorsque le prix de l'immobilier est trop conséquent vis-à-vis de la rentabilité de la société cédante lui empêchant, de ce fait, de financer sa propre acquisition. Une autre explication peut également être la difficulté pour un acquéreur potentiel de rassembler les fonds propres nécessaires pour acquérir l'immobilier et l'exploitation. Ces éléments bloquent parfois la transmission de la société concernée.

Dans le cadre de mon stage au sein de la société Closing, un cabinet d'intermédiaires en transmission d'entreprises, il m'a été demandé de travailler sur cette problématique régulièrement rencontrée dans la pratique. En particulier, Thierry Dehout, associé/fondateur de Closing, souhaitait que je détermine s'il y avait un intérêt à développer le principe du portage immobilier. Cette méthode permettrait, lors d'une cession, de faire porter le poids de l'immobilier par un tiers afin de permettre la transmission de la société sous l'hypothèse que l'immobilier représente un frein réel à la réalisation de cette cession.

Pour mener à bien cette demande, je vais utiliser un cas réel qui sera décrit au premier chapitre. Ensuite, je m'intéresserai à la transmission d'entreprise et ses différentes étapes afin de déterminer à quel moment l'utilisation d'une méthode de portage immobilier se vérifiera. Une fois cette première analyse réalisée, je vais regarder les différentes méthodes de valorisation qui existent. Au chapitre quatre, je m'intéresserai aux avantages et inconvénients de détenir son immobilier en société. Dans ce même chapitre, je vais regarder quelles sont les caractéristiques des ventes et locations immobilières ainsi que leurs conséquences fiscales. Le pénultième chapitre concernera l'imagination du principe de portage immobilier ainsi que les autres méthodes pouvant être complémentaires ou substitutives. Enfin, je testerai les impacts fiscaux et financiers avec et sans portage immobilier lors de la cession de la société décrite au premier point.

# Chapitre 1. Présentation du cas

Au cours de ma dernière année de Master en Sciences de Gestion, j'ai eu la possibilité de réaliser un stage au sein de la société Closing. L'équipe, composée de Thierry Dehout, associé fondateur, David Franeau, associé, Rémy Templier, manager, et Maxime Claes, analyste, est régulièrement mandatée afin de mener à bien différentes missions de transmissions de PME à travers la Wallonie. Au cours de ce stage, Thierry Dehout m'a proposé de réaliser ce mémoire sur la problématique de l'immobilier lors d'une transmission d'entreprise. Plus particulièrement, il m'a été demandé de déterminer si mettre en place un mécanisme de « Portage immobilier » puisse être une solution afin de faciliter la reprise d'une PME disposant d'un immobilier important. A cette fin, nous avons pu travailler sur un cas réel, pour lequel la société Closing a été mandatée.

## 1.1. Une menuiserie située en Wallonie<sup>1</sup>

Le cas choisi pour le développement de ce mémoire est celui d'un menuisier actif en Wallonie et spécialisé dans l'aménagement intérieur. Le dirigeant a décidé de céder les parts de sa société après l'avoir développée durant une grande partie de sa vie. La société, forte d'une équipe de 10 employés, gère à la fois la production, sur base de différents dessins réalisés par des personnes en interne ou en externe, ainsi que le placement des différents éléments. D'un point de vue financier, au niveau du bilan de la société, 70% de l'actif est composé d'immobilisations.

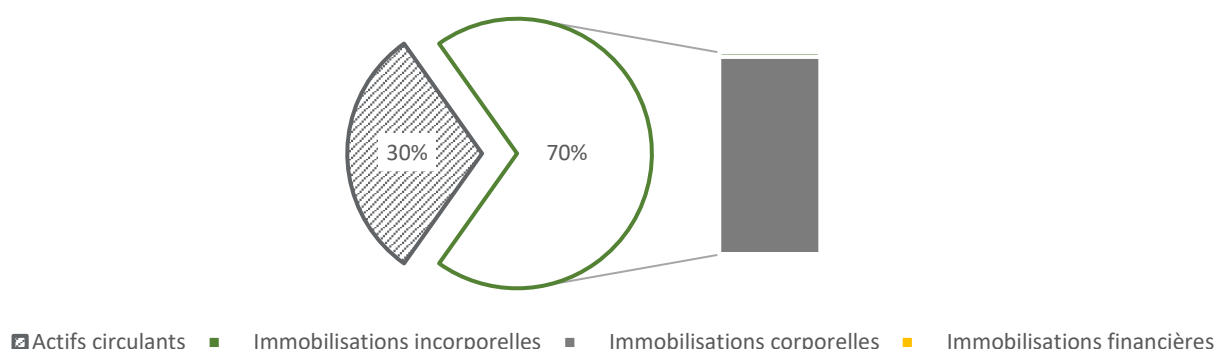


Figure 1: Répartition de l'actif de la société. (Source : production personnelle basée sur les comptes internes)

<sup>1</sup> Les données sont issues du bilan et du compte de résultat de la société et se trouvent en annexe 1 à 4.

Si on s'attarde davantage sur ce qui constitue les immobilisations corporelles, on remarque que, comme beaucoup de sociétés, le compte le plus important est celui des terrains et constructions, représentant 66% du total des immobilisations corporelles. L'immobilier représentait en 2019 une valeur comptable de l'ordre de 288.426 € pour une valeur vénale de 850.000 € (donnée obtenue suite à une expertise immobilière). Cet immobilier a été acquis en 1996 mais a été agrandi à plusieurs reprises. On retrouve ensuite l'ensemble des machines nécessaires à l'activité de la société, représentant, quant à elles, 30% des immobilisations corporelles.

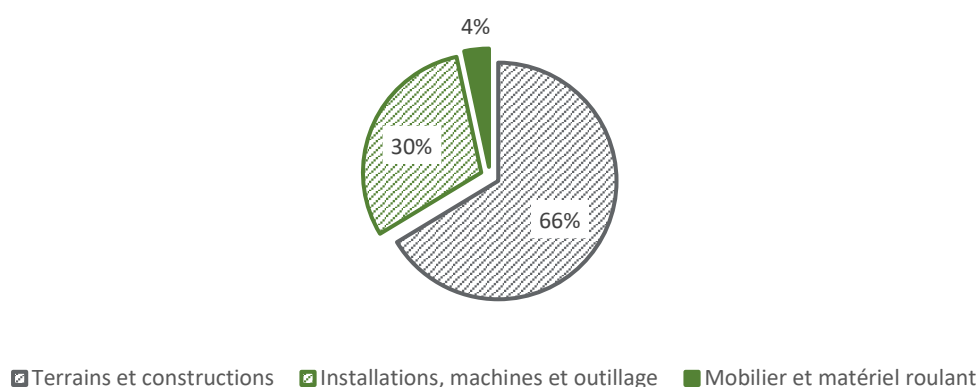


Figure 2: Répartition des immobilisations corporelles de la société en 2019. (Source : production personnelle basée sur les comptes internes)

Au niveau du passif de la société, on retrouve 58% de dettes contre 42% de capitaux propres. 75% des dettes sont des dettes financières. 57.500 € de dettes long-terme sont liées à l'immobilier possédé par la société ainsi que 40.000 € de dettes long-terme échéantes dans l'année.

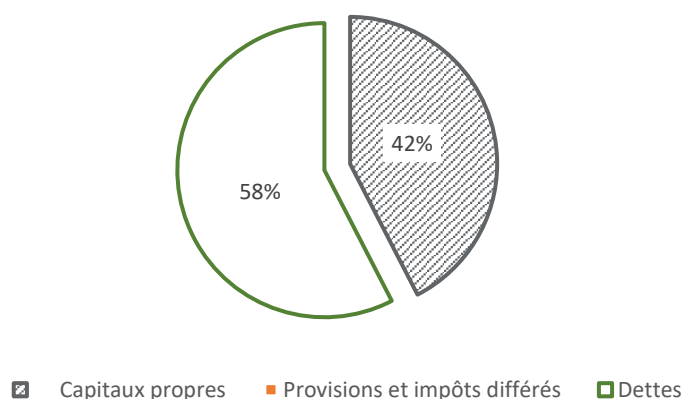


Figure 3: Répartition du passif de la société en 2019. (Source : production personnelle basée sur les comptes internes)



| Dettes à un an au plus                     | 184.976 | Dettes à plus d'un an                                | 183.482 |
|--|---------|--|---------|
| Dettes à plus d'un an échéant dans l'année | 92.386  | Dettes financières                                   | 183.482 |
| Dettes financières                         | 0       | Emprunt subordonnés                                  | 0       |
| Etablissement de crédit                    | 0       | Emprunts obligataires non subordonnés                | 0       |
| Autres emprunt                             | 0       | Etablissement de crédit, dettes location-financement | 125.982 |
| Dettes commerciales                        | 65.905  | Dettes de location financement et assimilées         | 0       |
| Fournisseurs                               | 65.905  | Etablissement de crédit                              | 0       |
| Effets à payer                             | 0       | Autres emprunts                                      | 57.500  |
| Acomptes reçus sur commandes               | 0       | Dettes commerciales                                  | 0       |
| Dettes fiscales, salariales et sociales    | 26.685  | Acomptes reçus sur commandes                         | 0       |
| Impôts                                     | 6.179   | Autres dettes  | 0       |
| Rémunérations et charges sociales          | 20.505  |  |         |
| Autres dettes                              | 0       |  |         |

Tableau 1: Répartition des dettes en 2019. (Source : production personnelle basée sur les comptes internes)

Ensuite, si on s'intéresse au compte de résultat de la société en 2019, celle-ci a réalisé un chiffre d'affaires de l'ordre de 1.062.412 € en 2019 pour une marge brute de 78%. Les achats concernent avant tout des matières premières pour la réalisation des différents projets d'aménagement intérieur. Dans les biens et services, nous retrouvons un ensemble de charges pour l'entretien du bâtiment pour un total d'environ 10.000 €. Également, nous retrouvons les rémunérations du dirigeant et de son assistante pour environ 120.000 €. De ce fait, la société génère une marge brute de 78% soit environ 680.000 €. Les rémunérations des employés viennent diminuer cette marge de 456.000 € ce qui donne un résultat brut d'exploitation (EBITDA) de 216.000 € (18% du total des ventes et prestations). De ce résultat, 100.000 € d'amortissements sont comptabilisés. Parmi ces charges non-décaissées, on retrouve environ 25.000 € liés au bâtiment.

| Compte de Résultat                          | 2019      |      |
|---|-----------|------|
| Chiffre d'affaires                          | 1.062.412 |      |
| Variation des en-cours                      | 0         |      |
| Production immobilisée                      | 0         |      |
| Autres produits d'exploitation              | 126.875   |      |
| Ventes et prestations                       | 1.189.286 | 100% |
| Achats                                      | -259.313  | -22% |
| Marge brute                                 | 929.974   | 78%  |
| Biens et services divers                    | -250.622  | -21% |
| Marge brute d'exploitation                  | 679.351   | 57%  |
| Rémunérations, charges sociales et pensions | -456.123  | -38% |
| Autres charges d'exploitation               | -6.911    | -1%  |
| Résultat brut d'exploitation (EBITDA)       | 216.317   | 18%  |
| Amortissements                              | -100.043  | -8%  |
| Réductions de valeur sur stocks et créances | 0         | 0%   |
| Provisions pour risques et charges          | 0         | 0%   |

|  |         |     |
|--|---------|-----|
| Résultat net d'exploitation (EBIT)                     | 116.274 | 10% |
| <i>Produits financiers</i>                             | 1.301   | 0%  |
| <i>Charges financières</i>                             | -8.881  | -1% |
| Résultat courant avant impôt                           | 108.694 | 9%  |
| <i>Produits exceptionnels</i>                          | 3.720   | 0%  |
| <i>Charges exceptionnelles</i>                         | 0       | 0%  |
| Résultat net de l'exercice avant impôts                | 112.415 | 9%  |
| <i>Transfert net aux impôts différés</i>               | 0       | 0%  |
| <i>Impôt sur le résultat</i>                           | -33.301 | -3% |
| Résultat net de l'exercice après impôts                | 79.113  | 7%  |
| <i>Prélèvement (transfert) sur réserves immunisées</i> | 0       | 0%  |
| Résultat de l'exercice à affecter                      | 79.113  | 7%  |

*Tableau 2: Compte de résultat de la société en 2019. (Source : production personnelle basée sur les comptes internes)*

## Chapitre 2. La transmission d'entreprise

Le sujet de ce mémoire est la gestion de l'immobilier lors de la transmission d'une société. Il est donc important de poser les bases de ce qu'est la transmission d'entreprise et à quel moment un tiers, réalisant le portage, sera nécessaire.

### 2.1. Les étapes d'une transmission d'entreprise

Selon la Sowaccess (Filiale de la Sowalfin (Société Wallonne de Financement et de Garantie des Petites et Moyennes Entreprises)) 345 sociétés ont été revendues en Wallonie en 2018 pour un montant total de près de 1,3 milliard d'euro et pour un deal moyen de 4 millions d'euro. De plus, du fait du vieillissement de la population, cette dernière estime également que d'ici 5 à 10 ans, il devrait y avoir près de 10.000 entreprises à remettre uniquement en Wallonie. Ces chiffres permettent de mettre en évidence l'importance qu'a et aura la transmission d'entreprises dans l'économie belge. Cependant, il ne s'agit pas d'une décision à prendre sur un coup de tête. La Sowaccess, via l'intermédiaire de son « Guide pratique en transmission d'entreprise »<sup>2</sup>, décrit les différentes étapes du processus.



Figure 4: Les étapes de la transmission d'entreprise. (Source : production personnelle)

#### Phase 1 : « Orientation »

La première phase, qui prend place entre 3 et 5 ans avant la démarche « réelle », consiste en la préparation de la cession par le cédant. Autrement dit, il est nécessaire pour lui de se pencher sur la réalisation d'un plan de cession. Ce plan reprendra les différentes attentes du cédant : céder la totalité des parts de la société ou une seule partie. De plus, il s'agira également de déterminer un profil type d'acquéreur que le cédant souhaiterait trouver.

<sup>2</sup> [http://www.sowaccess.be/sites/default/files/guide\\_pratique\\_transmission\\_sowaccess.pdf](http://www.sowaccess.be/sites/default/files/guide_pratique_transmission_sowaccess.pdf)

## Phase 2 : « Préparation »

La deuxième phase, qui doit être généralement amorcée entre 2 et 3 ans avant la cession, consiste en la préparation de la société afin de la rendre la plus attrayante possible. De ce fait, il faudra déterminer les forces, faiblesses, opportunités et menaces (SWOT) liées à la société et prendre des décisions sur cette base afin de préparer la cession au mieux. La Sowaccess a également mis en évidence 4 éléments indispensables à considérer : « la direction » afin de permettre à la société de perdurer sans le cédant à sa tête, « l'organisation » qui vise à déterminer si des changements organisationnels sont nécessaires, « les aspects fiscaux » qui sont essentiels lors d'une cession, ainsi que « la gestion financière » qui vise à améliorer la structure financière de la société pour en tirer le meilleur prix. C'est à la suite de ces 4 éléments que l'évaluation ou valorisation pourra être réalisée. En général, on considérera 3 approches différentes : l'approche patrimoniale, de rendement et mixte. Ces méthodes (en particulier l'approche patrimoniale et l'approche mixte) seront détaillées plus loin dans la suite de ce travail. En réalité, l'utilisation de ces trois méthodes combinées permettra, non pas de définir un prix fixe à payer pour acquérir les parts de la société, mais plutôt une fourchette de prix acceptable.

Lors de cette phase, en particulier lors des valorisations, la société mandatée pour la vente analysera la comptabilité de la société tant au niveau de son bilan que de son compte de résultat. C'est à ce moment-là que si un immobilier, dont la valeur est importante, est présent, un mécanisme de portage immobilier pourra être envisagé.

Ensuite, une fois que toutes ces démarches seront réalisées, il convient de réaliser un « profil anonyme » dont l'utilité est de permettre de tester l'intérêt des potentiels acquéreurs pour cette société en se basant uniquement sur de courtes informations (petite description de la société, données financières limitées, secteur d'activité, motif de la vente, etc.). Les investisseurs intéressés prennent ensuite contact avec la société mandatée pour la vente (e.g. Closing). Ceux étant suffisamment digne d'intérêt recevront un « *memorandum d'information* » reprenant l'ensemble des informations concernant la société cible. C'est sur cette base que les acquéreurs potentiels feront une offre.

### Phase 3 : « Chercher et trouver »

Cette troisième phase aura pour objectif principal d'entamer les pourparlers entre cédants et acquéreurs. La difficulté de cette phase réside dans le fait que les intérêts et envies de chacune des parties pouvant être différentes, voire contraires. En général, on pourra considérer 4 catégories d'acquéreurs potentiels : les acquéreurs issus de la famille (« transmission familiale »), les partenaires, actionnaires ou salarié (« Management Buy Out (MBO) »), des particuliers étrangers à la société ou encore, « l'acquéreur stratégique ».

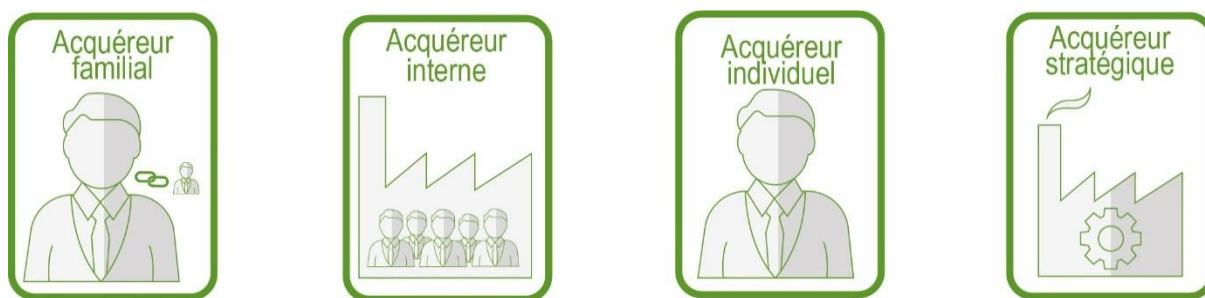


Figure 5: Les types d'acquéreurs. (Source : production personnelle)

#### 1. Les transmissions familiales

Beaucoup de sociétés familiales espèrent en assurer la pérennité via la transmission familiale de génération en génération. L'importance de ce type de sociétés en Belgique est considérable puisque 75% des entreprises belges sont familiales et 50% de l'emploi en Belgique est assuré par ce type de sociétés.

#### 2. Les Management Buy Out

Les MBO consiste en la cession de la totalité ou une partie des parts d'une société aux dirigeants ou employés de la société via l'utilisation d'une société de Holding (société dont l'unique fonction est de détenir des titres de participations financières).

#### 3. Les particuliers étrangers à la société

Il s'agit donc de personnes ne faisant pas partie de la société cible mais souhaitant en acquérir les parts. La Sowacess met d'ailleurs un ensemble d'investisseurs potentiels de ce type en lien avec les sociétés spécialisées en cession et acquisition d'entreprises. En général, il s'agit de cadres, employés ou autres personnes, dont l'envie est de devenir entrepreneur indépendant. Cependant, il s'agit bien souvent de personnes disposants de moyens financiers plus modestes que les acquéreurs stratégiques.

#### 4. Les acquéreurs stratégiques

Enfin, la dernière possibilité concerne la reprise d'une société par un acquéreur stratégique. Un acquéreur stratégique est généralement un investisseur déjà présent dans le secteur de la société cible ou dans un secteur annexe. Bien souvent, il s'agira de grands groupes ou ensemble de petites sociétés ayant un objectif d'intégration verticale, dont le but est de contrôler l'ensemble des activités de la chaîne de valeur (e.g. un fournisseur d'essence qui achète une pompe à essence afin de commercialiser directement) ou d'intégration horizontale qui a pour objectif de s'étendre sur un même niveau de la chaîne de valeur (e.g. un propriétaire d'une pompe à essence qui achète une autre pompe afin de réduire ses coûts d'approvisionnement). Généralement, l'un des motifs principaux de l'intégration horizontale est la réduction des coûts.

Chaque type d'acquéreur a des intentions spécifiques et propres à lui. C'est la raison pour laquelle il est vraiment important pour le cédant de déterminer le profil d'acquéreur qu'il considère le plus approprié pour lui succéder. Dans le cas de l'exemple présenté ici, nous avons émis l'hypothèse que l'acquéreur potentiel est un acquéreur privé ayant un profil relativement semblable au cédant à savoir un profil technique. Celui-ci dispose de fonds propres à hauteur de 50.000 €.

Une fois une liste d'acquéreurs rédigée, les premiers contacts surviennent. C'est d'ailleurs la première fois que les acquéreurs potentiels entendront le nom de la société. C'est également à cet instant qu'une NDA (« Non-Disclosure Agreement »), ou « engagement de confidentialité », sera signé. Cet engagement a pour objectif de protéger le cédant contre toute divulgation d'information car, les données transmises à cet instant, sont généralement privées, mais essentielles pour définir un prix. Cet engagement contient certaines interdictions telles que celle de contacter ou recruter un employé de la société-cible ainsi que les conséquences liées au non-respect de l'engagement.

#### Phase 4 : « Du contact au contrat »

Une fois l'acquéreur trouvé et le cédant protégé par une déclaration de non-divulgaration, les négociations commencent. Il y a lieu à cette phase de trouver un accord à différents propos : le prix, l'accompagnement du cédant, etc. La difficulté dans cette étape réside une fois de plus dans la divergence d'intentions de chacun. Dans une majorité des processus de transmission, c'est également la phase durant laquelle, après s'être mis d'accord sur les détails de la vente, une « déclaration d'intention » sera rédigée. Cette déclaration suspendra pour une période de temps, définie dans celle-ci, les négociations du cédant avec tout autre cessionnaire.

Il est également conseillé d'inclure certaines clauses suspensives telles que celle liée à « l'obtention de résultats positifs pour la due-diligence ». La *due diligence* est l'étape suivante. Il s'agit pour le cessionnaire (l'acquéreur) de vérifier tout ce qu'il a été écrit dans le memorandum d'information que le cédant a mis à sa disposition. Tous les aspects, considérés comme utiles pour l'acquéreur, seront traités : les finances, la fiscalité, etc. Dans certains cas, le cédant regroupera l'ensemble des informations demandées en un seul endroit : la « *data room* ». L'objectif est de s'assurer que le prix décidé préalablement reflète la vraie valeur de la société. C'est uniquement à cet instant que, sous réserves de quelques modifications apportées suite à la due diligence, le contrat de vente final sera conclu. Ce contrat reprend donc la description précise de la société (ou des parts de la société) cédée, le prix ainsi que toute garantie nécessaire. Dans l'hypothèse où plusieurs cessionnaires entrent en concurrence, on pourra considérer que la résolution se déroulera selon les méthodes d'enchères traditionnelles. On utilisera la méthode du « *First-Price Sealed-Bid Auction (FPSBA)* » afin de déterminer le prix final, et le candidat qui conclura la vente. En quelques mots, il s'agit pour chacun de proposer un prix et celui qui propose le plus élevé, remporte l'enchère et paie le prix qu'il a proposé.

#### Phase 5 : « Après la cession »

Une fois le contrat signé, l'acquéreur prendra ses fonctions au sein de la société. Dans certains cas, le contrat peut prévoir, comme dit précédemment, une aide du cédant au cessionnaire durant une période de temps prédéterminée. Dans l'hypothèse de l'utilisation du portage immobilier, le tiers réalisant le mécanisme participera indirectement aux premières années de reprise de la société.

## 2.2. Les petites et micro-sociétés

Le mécanisme présenté ci-dessus concerne en particulier les micro-sociétés et les petites sociétés. Depuis la mise en place du Code des Sociétés et des Associations, on ne parle plus de Petites et Moyennes Entreprises mais de Micro-sociétés et Petites Sociétés. Les articles 1 :24 §1<sup>er</sup> et 1 :25 §1<sup>er</sup> décrivent les conditions à remplir afin d'être considéré en tant que petites ou micro-sociétés. Les trois éléments rentrant en jeu sont : le nombre de travailleurs en moyenne annuelle, le chiffre d'affaire annuel (hors taxe sur la valeur ajoutée) et le total du bilan.

*Closing* a cependant choisi de s'occuper des PME au sens « large ». De ce fait, ils travailleront également pour les « Groupes de taille réduite », autrement dit, une société et ses filiales, dont les critères sont définis à l'article 1 :26 du nouveau Code des Sociétés et des Associations.

|                           | Nombre de travailleurs | CA annuel hors taxe | Total Bilan  |
|---------------------------|------------------------|---------------------|--------------|
| Micro-Sociétés            | 10                     | 700.000 €           | 350.000 €    |
| Petites Sociétés          | 50                     | 9.000.000 €         | 4.500.000 €  |
| Groupes de taille réduite | 250                    | 34.000.000 €        | 17.000.000 € |

Tableau 3: Seuils minimum de l'article 1:26 du nouveau code des Sociétés et des Associations. (Source : Nouveau Code des Sociétés et des Associations)

Si une société dépasse plus d'un des 3 seuils durant 2 exercices consécutifs, elle sera considérée automatiquement comme étant de la taille supérieure. Il en va de même pour les Groupes de Taille Réduite qui passeront automatiquement à la taille supérieure si plus d'un des 3 seuils est dépassé durant 2 exercices consécutifs.

Au niveau du cas présenté, il s'agit bien d'une petite société puisqu'en 2019, elle employait 10 personnes (comme en 2018), réalisait un chiffre d'affaires de 1.064.412 € (contre 1.393.600 € en 2018) et disposait d'un total de bilan de 640.000 € (contre 740.000 € en 2018).



## 2.3. Les méthodes de transmission d'une société

Lors de l'achat d'une société, différentes méthodes seront possibles. Principalement deux : l'acquisition des parts de la société (*share deal*) ou, l'acquisition de son fonds de commerce (*asset deal*). Les conséquences fiscales seront totalement différentes.

### 2.3.1. Achat de fonds de commerce (*asset deal*)

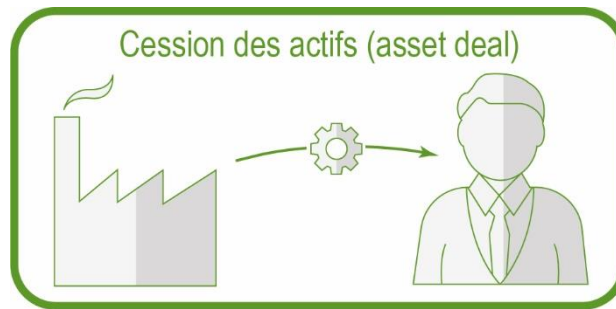


Figure 6: Asset deal. (Source : production personnelle)

Dans un premier cas, la vente du fonds de commerce sera taxable alors que la cession des parts de la société ne fera pas l'objet d'une imposition. Cela s'explique par le fait que dans le cas d'une cession d'un fonds de commerce, le cessionnaire acquiert l'ensemble des actifs de la société (actifs corporelles et incorporelles). On constate que certains éléments seront cependant exclus de la transaction malgré qu'ils soient repris à l'actif du bilan comme, par exemple, l'immobilier. Les « murs » feront l'objet d'une transaction supplémentaire.

C'est le code d'imposition sur les revenus qui définit les différentes caractéristiques liées à la cession d'un fonds de commerce. L'Art 41 définit les actifs affectés à l'exercice de l'activité professionnelle comme étant soit : Les immobilisations acquises ou constituées dans le cadre de l'activité professionnelle, les immobilisations (en partie ou en totalité) en raison desquelles des amortissements ou rdv sont admissibles fiscalement, ou les immobilisations incorporelles figurant à l'actif de la société et constituée durant l'exercice de l'activité professionnelle. Lors d'une cession de fonds de commerce, il est important qu'elle soit dite « quitte et libre ». De cette manière, on s'assure qu'aucun créancier n'a de droits sur les éléments cédés. Les actifs d'une société sont repris, dans la comptabilité, à leur valeur comptable. Autrement dit, la valeur d'acquisition diminuée des amortissements enregistrés. Afin de déterminer les plus-values et, de ce fait, la charge fiscale qui sera à payer, il est important de connaître, pour chaque actif, sa valeur de marché. Par exemple, pour un immobilier, il

s'agira de la valeur vénale (déterminée par une expertise). C'est cette différence entre la valeur comptable et de marché qui forme la plus-value et qui fera l'objet d'une taxation en cas de réalisation de cet actif (vente de l'actif).

#### 2.3.1.1. L'imposition lors d'une cession de fonds de commerce

Lors d'une cession de fonds de commerce, le Goodwill, la différence entre la valeur de l'actif net de la société et sa valeur basée sur ses rendements, sera imposable au taux ISoc de 25%. Cependant, du point de vue de l'acquéreur, cela peut représenter un avantage fiscal puisqu'il pourra amortir l'ensemble des biens acquis diminués des stocks.

#### 2.3.1.2. Régime TVA lors d'une cession de fonds de commerce<sup>3</sup>

Lors de la sortie d'un actif n'ayant plus de fins de commerciales, on retrouvera le mécanisme de la révision TVA. Autrement dit, lors de l'acquisition d'un bien d'investissement, la société peut directement en déduire la totalité de la TVA. Cependant, l'administration fiscale précise que cette TVA perçue devra être en partie rendue si l'actif est cédé, s'il s'agit d'un bien d'investissement, dans les 5 années après l'acquisition de ce dernier ou, s'il s'agit d'un bâtiment, dans les 15 années suivantes l'acquisition du bâtiment.

Par exemple, lorsqu'une société investit dans un bien immobilier neuf<sup>4</sup>, celle-ci peut automatiquement en récupérer la TVA. Si, plus tard, le bien change d'affectation, s'il n'est plus utilisé pour l'activité professionnelle de l'entreprise, ou même, si la société change d'activité pour passer à d'autres exemptées de TVA, toute la TVA « injustement » perçue devra faire l'objet d'une révision. On révisera la TVA sur une période de 5 ans s'il s'agit d'un bien meuble et sur une période de 15 ans s'il s'agit d'un bien immeuble. De ce fait, si le bâtiment a été acquis il y a plus de 15 ans, il n'y aura aucune révision à réaliser. Cependant, en dessous de cette durée, le montant de la TVA perçu à l'acquisition du bien devra être remboursé à concurrence de

$$\frac{(15 - N)}{15} \times TVA \text{ perçue}^5$$

<sup>3</sup> Art 11, 18 et 48 du code de TVA

<sup>4</sup> Voir les conditions pour qu'un bâtiment soit considéré comme neuf au regard de la TVA à l'art 44 §3 1° du Code de TVA

<sup>5</sup> Où « N » est le nombre d'année entre aujourd'hui et l'année de l'investissement.

Par exemple : une personne achète un bâtiment sous le régime TVA en 2010 pour un montant de 250k€ en payant une TVA de 21%, soit 52,5k€ qu'il récupère immédiatement. 10 ans plus tard, en 2020, il décide d'arrêter son activité. Il devra donc rembourser la TVA à concurrence de :

$$\frac{(15 - 10)}{15} \times 52,5k \text{ €} = 17,5k \text{ €}$$

Cependant, lors de la cession de biens meubles de moins de 5 ans, il est possible d'éviter la révision TVA en cédant une *universalité de biens ou une branche d'activité* (Art 11 et 18 du Code de TVA). Il s'agit de vendre l'ensemble des biens relatif à une activité.

### 2.3.2. Achat d'actions (*share deal*)

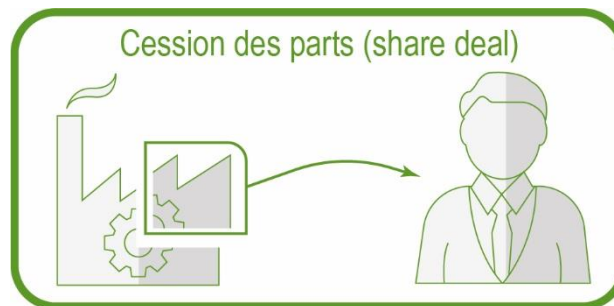


Figure 7: Share deal. (Source : production personnelle)

La cession d'actions implique une cession de la totalité de la société. On prend donc en considération, à la fois, les actifs corporelles, incorporelles et la clientèle, comme dans le cas d'une cession de fonds de commerce, mais également, la totalité des passifs et des engagements de la société. C'est une forme de cession indirecte car elle ne porte pas sur l'acquisition directe des éléments possédés par la société. Dans la majorité des cas, dû au prix représentant ce genre de transactions, on considérera un mécanisme de LBO (Leverage Buy Out). Autrement dit, il s'agit de l'acquisition par endettement.

#### 2.3.2.1. Le mécanisme habituel

Le mécanisme habituel se déroule de la manière suivante :

Un acquéreur, le cessionnaire, crée une société de Holding (dont la seule utilité est de posséder des participations), qui va s'endetter afin de pouvoir acquérir les parts de la société à vendre, le cédant. Une fois la transaction réalisée, la société Holding sera considérée comme la société Mère et la société acquise sera la société fille. (Régime

Mère-Filiale) La Holding ne générant aucun revenu, afin de rembourser l'emprunt réalisé pour l'acquisition, c'est la société-fille qui devra faire remonter de l'argent via différents mécanismes possibles : la remontée de dividendes, la facturation de *Management Fees*, etc.

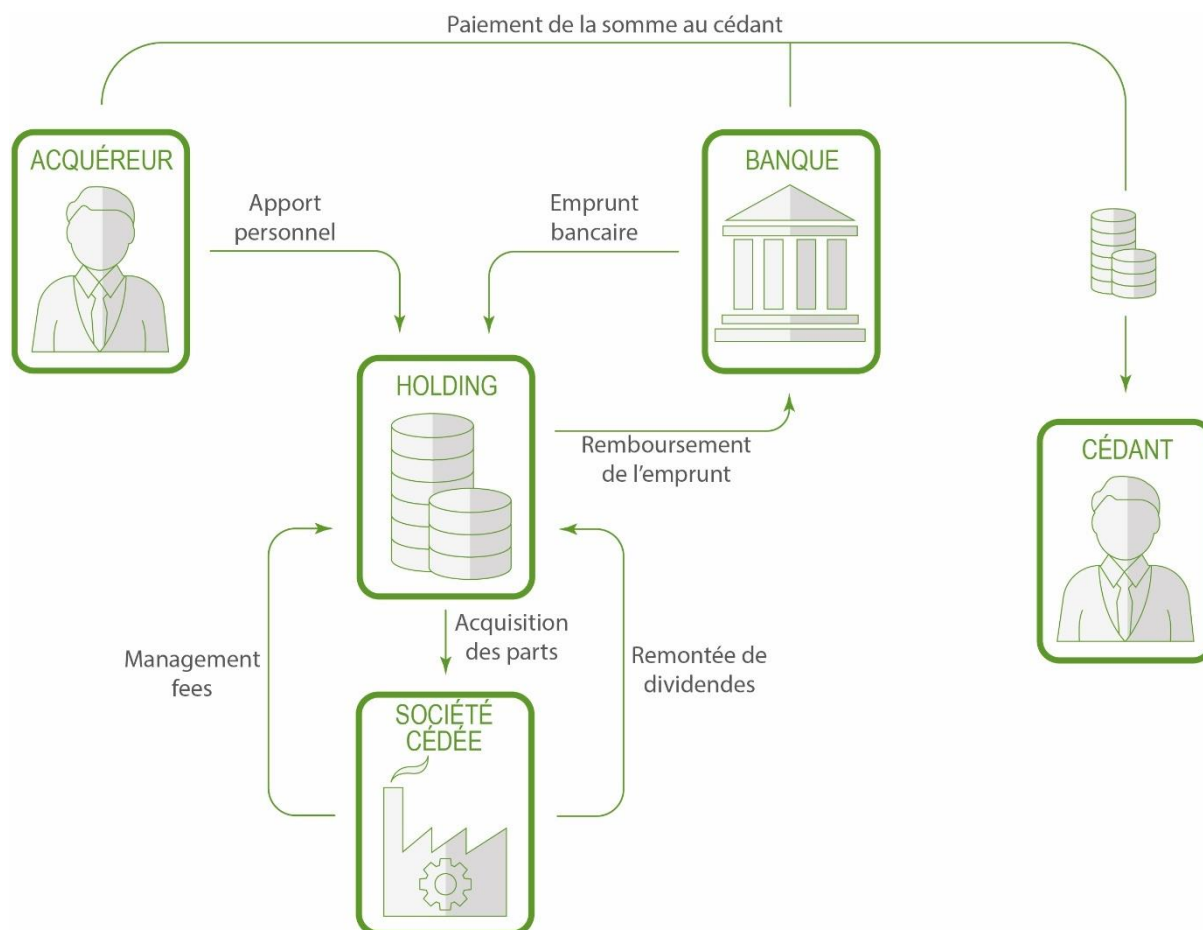


Figure 8: Mécanisme de reprise avec holding. (Source : production personnelle)

C'est ce mécanisme que j'utiliserai dans les prévisions futures (voir Chapitre 5).

### 2.3.2.2. Le régime Mère-Filiale

Le régime *Mère-Filiale* est une directive européenne dont l'objectif est d'éviter une **double imposition juridique** (une même société pour le même revenu peut être imposée dans deux pays) et une **double imposition économique** (une société et sa société fille seront imposées 2 fois : une fois en tant qu'impôt des sociétés et une fois sur les dividendes perçus).

Cette directive a été transposée en droit belge. Elle permet l'exonération des bénéfices perçus en dividendes dans la société-fille. Auparavant, en Belgique, ce régime permettait d'exonérer uniquement 95% des dividendes perçus (Il s'agit du régime des

Revenus Définitivement Taxés (RDT). A partir de l'exercice d'imposition 2019, ces RDT seront exonérés à 100%. De plus, aucune retenue à la source ne sera prélevée. Cependant, le Code d'Impôt sur les Revenus (CIR92) définit les 3 conditions nécessaires à l'exonération de ces dividendes. Ces trois conditions sont :

- 1) La condition de **participation minimale** (Art 202 §2, 1°, CIR92). La participation minimale doit être d'au moins 10% du capital de la société distributrice (ou 2.500.000 €).
- 2) La condition de **permanence** (Art 202 §2, 2°, CIR92). Cette participation doit être détenue en pleine propriété durant au moins 1 an.
- 3) La condition de **taxation en amont** (Art 203, CIR92). La société distributrice doit déjà avoir payé un impôt sur le revenu.

En général, ce régime est très intéressant car ces RDT viendront réduire le bénéfice imposable de la société. De plus, en cas de perte fiscale, les RDT seront reportables sans limitation dans le temps, à condition que les dividendes soient payés par une société implantée dans un pays de l'E.E.E. (Art 205 §3, CIR92)

#### 2.3.2.3. La problématique fiscale d'un LBO

Lors d'un LBO, il y a donc exonération des dividendes qui remontent dans le chef de la Holding grâce au régime *Mère-Filiale*. D'autre part, la Holding s'étant endettée afin d'acquérir la société-cible, celle-ci devrait avoir la possibilité de les déduire. Cependant, n'ayant aucun revenu, celle-ci ne pourra pas en profiter. C'est pourquoi, certaines méthodes permettent de faire transiter les revenus dans la société Fille. On parlera de « fusion fiscale ». 3 Méthodes sont proposées (*Vernimmen 2020*) : **La consolidation fiscale**, la **fusion** et le **Debt Push Down**.

- **La consolidation fiscale (possible à partir de l'exercice d'imposition 2020) :**  
Du moment que la holding détient 90% au moins de la société cible, depuis une durée d'au moins 5 ans, elle a la possibilité d'imputer ses charges d'intérêt au résultat avant impôt de la société cible afin de bénéficier de l'économie fiscale créée par la déductibilité des charges d'intérêt.
- **La fusion à proprement parler.** La société cible et la Holding vont donc fusionner afin de créer une nouvelle entité juridique. Différents problèmes se posent :
  - 1) **Un problème financier :** Une fusion entraînera une dilution du pouvoir des actionnaires de la Holding. Pour preuve, voici l'exemple d'un

montage LBO lors de l'acquisition de la société Refreco (société de mises en bouteille de jus de fruits) présenté dans le Vernimmen 2020.

| Bilan réévalué de la société cible |                  | Bilan social de la Holding     |                  | Bilan consolidé du groupe |                  |
|------------------------------------|------------------|--------------------------------|------------------|---------------------------|------------------|
| Actif économique                   | Capitaux propres | Actions de la société rachetée | Capitaux propres | Actif économique          | Capitaux propres |
| 3.358M€                            | 3.358M€          | 3.358M€                        | 1.000M€          | 3.358M€                   | 1.000M€          |
|                                    |                  |                                | Dettes nettes    |                           | Dettes nettes    |
|                                    |                  |                                | 2.358M€          |                           | 2.358M€          |

Tableau 4: Dilution du pouvoir des actionnaires. Vernimmen (2020). Finance d'entreprise 2020. P. 1016

Dû à l'endettement nécessaire pour ce montage, les capitaux propres seront réduits de 70% une fois la fusion réalisée. Le pouvoir de chaque actionnaire de la Holding sera donc réduit.

- 2) **Un problème juridique** : Une société ne peut pas donner de garanties pour racheter ses propres actions. Or, l'endettement de la Holding est associé à certaines garanties.
  - 3) **Un problème fiscal** : L'administration aura la possibilité de contester la déductibilité des charges d'intérêt pour la raison que la fusion n'avait pas d'objectifs autres que la problématique fiscale. (D'où la rareté de ce genre de fusion en dessous d'un délai de 2 ou 3 ans.)
- **Le Debt Push Down** : Il s'agit de faire passer l'endettement de la Holding vers la société cible. Pour ce faire, la société peut procéder soit au paiement d'un dividende exceptionnel financé par un endettement ou, procéder à une réduction de capital à destination de la holding. Dans le cas d'une société cotée en bourse, un expert indépendant vérifiera que la société cible n'a pas acquis trop de dettes via une « opinion de viabilité ».

## Chapitre 3. Les méthodes de valorisation

C'est donc lors de la phase de valorisation de la société qu'on peut se rendre compte de l'existence ou non de la problématique immobilière. Il est de ce fait essentiel de comprendre ces différentes méthodes utilisées pour valoriser une société. Il existe des méthodes dites indirectes (on évalue d'abord la valeur de l'actif économique avant de lui retrancher l'endettement net de la société) et des méthodes dites directes (on évalue directement la valeur des capitaux propres). De plus, on peut aussi distinguer les méthodes intrinsèques (basées sur les données internes de la société) et les méthodes comparatives (basées sur la comparaison avec certaines sociétés semblables et/ou du même secteur d'activité).

Vernimmen (2020) un tableau<sup>6</sup> est utilisé afin de résumer les différentes méthodes d'évaluation d'une société. Le voici :

| Valeur des capitaux propres | Approche indirecte  | Approche directe   |
|-----------------------------|---|--|
| Méthode intrinsèque         | Actualisation des flux de trésorerie disponible au coût moyen pondéré du capital (k) – la valeur de l'endettement net (1) | Actualisation des dividendes au taux de rentabilité exigé par l'actionnaire (2)<br>Correction des actifs de la société (4) |
| Méthode comparative         | Multiple du résultat d'exploitation x résultat d'exploitation – valeur de l'endettement net (3)                           | Multiple du résultat net (PER) x Résultat net (3)  |

(1) Discounted Cash-Flows (2) Dividend Discount Model (3) Multiples (4) Actif net corrigé.

Tableau 5: Vernimmen. (2020). *Finance d'entreprise*. P.680.

Au-delà de ces différentes méthodes, il existe également la méthode patrimoniale qui consiste à valoriser une société par rapport à la valeur des actifs diminuée de son endettement net.

Dans cette partie, je vais détailler les approches patrimoniales et des multiples. La raison est que dans le cas concerné, les méthodes DCF et DDM n'ont pas été utilisées

<sup>6</sup> « Finance d'entreprise 2020 », P. Vernimmen, P. Quiry et Y. Le Fur, Edition Dalloz, p. 680

car je n'avais pas les informations concernant les prévisions de la société et, de plus, celle-ci ne distribue pas de dividendes.

### 3.1. L'approche patrimoniale

#### 3.1.1. L'actif Net Comptable Corrigé

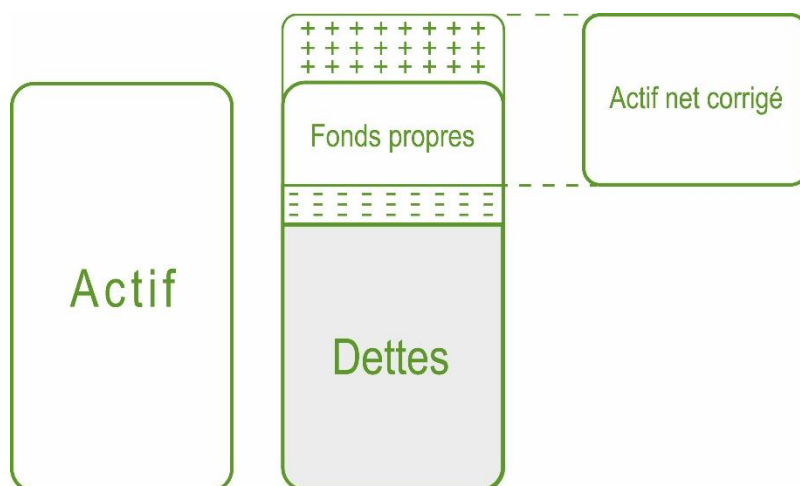


Figure 9: Méthode de l'actif net comptable corrigé. (Source : production personnelle)

La méthode de l'Actif Net Comptable Corrigé a pour objectif de corriger les capitaux propres de la société concernée en modifiant la valeur des différents comptes de l'actif et du passif. On va donc réévaluer chacun des actifs et des passifs de la société pour passer de leur valeur comptable à leur valeur de marché. (La valeur de marché représente la valeur à laquelle on pourrait revendre l'actif sur le marché) Dans certains cas, on pourra prendre en considération la valeur liquidative (valeur de marché diminuée d'une décote afin de tenir compte de l'obligation de vendre rapidement).

En d'autres termes, la valeur réévaluée sera donc égale à :

***L'actif net (= TOTAL de l'actif – dettes financières)***

***– moins-value latentes (sur actifs et passifs)***

***+ plus-values latentes (sur actifs et passifs)***

***Nettes d'impact fiscal***

*Équation 1: Calcul de l'actif net.*

Chaque compte, tant du passif que de l'actif, pourra être réévalué pour différentes raisons. Par exemple : un cas fréquent est celui des immobilisations corporelles. La valeur affichée dans les comptes est la valeur comptable de l'actif, autrement dit, la



valeur d'acquisition diminuée des amortissements déjà réalisés. De ce fait, il faudra corriger cette valeur en prenant en compte la valeur de marché de chaque actif. Dans le cas d'un bâtiment (Compte Terrain et Construction (22)), une manière de corriger la valeur comptable pourra être de faire appel à une expertise afin d'en déterminer la valeur de marché ou, s'il a été acquis récemment, on pourra considérer sa valeur de marché comme étant le prix d'acquisition. Un autre cas est celui des créances. De manière générale, ces créances seront reprises à leur valeur comptable. Cependant, certaines créances pourraient être « douteuses » et donc, possiblement irrécupérables. C'est sous cette hypothèse que le montant des créances fera l'objet d'une moins-value. D'un autre point de vue, on pourra également acter plus et moins-values sur des passifs. Par exemple, si une provision n'a pas été actée pour grosses réparations, alors qu'un événement naturel a détruit le bâtiment, il faudra augmenter modifier la valeur du compte « Provisions pour risques et charges » présente au passif du bilan afin d'en tenir compte. Ensuite, une fois toutes ces plus- et moins-values comptabilisées, il faudra tenir compte de la fiscalité. Chaque plus-value sera taxée au taux de taxation effectif (ISoc) de 29,58% (taux qui devrait passer à 25% avec la mise en place du Nouveau Code des Sociétés et des Associations (CSA)). Ce taux de taxation viendra donc réduire chacune des plus-values. A contrario, des crédits d'impôts viendront augmenter chacune des plus-values. Cependant, dans une optique de continuité, cette imposition latente pourra être négligée, les actifs n'ayant dans ce cas pas l'objectif d'être réalisés.

Cette méthode est généralement utilisée pour la valorisation de sociétés patrimoniale et/ou avec peu de rendement, telles que les sociétés de Holding, les sociétés immobilières, etc.

### 3.1.2. L'approche patrimoniale appliquée au cas

Dans le cas présenté ci-dessus, les corrections appliquées à la comptabilité de la société concernent principalement les immobilisations corporelles. Les valeurs comptables sont de 288.426 € pour l'immobilier, de 131.450 € pour les machines utilisées pour l'exploitation et 14.604 € pour le matériel roulant, soit un total de 434.702 €. Ces différents montants représentent la valeur comptable donc, la valeur d'acquisition diminuée des amortissements. Les valeurs de marché, quant à elles, équivalent à 1.080.450 €. Par différence, on obtient une plus-value brute de 645.748 € ce qui, taxé au taux ISoc de 25%, revient à 484.311 € net.

| Corrections de l'actif net          |                |                  |                    |                    |
|-------------------------------------|----------------|------------------|--------------------|--------------------|
|                                     | Valeur estimée | Valeur comptable | +/- valeurs brutes | +/- valeurs nettes |
| Immobilisations corporelles         | 1.080.450      | 434.702          | 645.748            | 484.311            |
| Terrains et constructions           | 850.000        | 288.426          | 561.574            | 421.181            |
| Installation, machines et outillage | 185.450        | 131.672          | 53.778             | 40.333             |
| Mobilier et matériel roulant        | 45.000         | 14.604           | 30.396             | 22.797             |

Tableau 6: Corrections de l'actif de la société en 2019. (Source : production personnelle)

Ensuite, il suffit de venir ajouter les plus-values nettes au total des capitaux propres. On remarque cependant qu'une grosse partie des corrections apportées à l'actif (86%), est liée à l'immobilier possédé par la société. Nous sommes donc bien dans un cas où l'immobilier représente un élément très important car celui-ci vaut plus de la moitié de la valeur des parts.

| Actif net corrigé      |         |
|------------------------|---------|
| Capitaux propres       | 271.528 |
| + Corrections d'actifs | 484.311 |
| Valeur des actions     | 755.839 |

Tableau 7: Calcul de l'ANC. (Source : production personnelle)

La méthode de l'actif net corrigé étant une méthode directe, la valeur de 755.839 € représente la valeur des parts. C'est donc une première indication du montant qui sera soumis au cédant. En revanche, si par hypothèse on décide de faire comme si l'immobilier n'existait pas dans la société, on obtiendrait une valeur bien moins avantageuse.

| Corrections de l'actif net           |                    |                    |                    |                    |
|--------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                                      | Valeur estimée     | Valeur comptable   | +/- valeurs brutes | +/- valeurs nettes |
| Immobilisations corporelles          | 230.450            | 146.277            | 84.173             | 63.130             |
| <del>Terrains et constructions</del> | <del>850.000</del> | <del>288.426</del> | <del>561.574</del> | <del>421.181</del> |
| Installation, machines et outillage  | 185.450            | 131.672            | 53.778             | 40.333             |
| Mobilier et matériel roulant         | 45.000             | 14.604             | 30.396             | 22.797             |

Tableau 8: Corrections de l'actif hors immobilier. (Source : production personnelle)

| Actif net corrigé      |         |
|------------------------|---------|
| Capitaux propres       | 271.528 |
| + Corrections d'actifs | 63.130  |
| Valeur des actions     | 334.658 |

Tableau 9 : Calcul de l'ANC hors immobilier. (Source : production personnelle)

On perd plus de 50% de la valeur des parts lorsqu'on retire l'immobilier de la société. On voit bien tout l'intérêt de posséder son immobilier pour le cédant. En effet, celui-ci aura de fait la possibilité de vendre ses parts plus chers que sans immobilier (d'autant plus s'il a été acquis longtemps auparavant car la plus-value, dans ce cas, sera la valeur vénale du bâtiment).

## 3.2. L'approche comparative

### 3.2.1. Les multiples

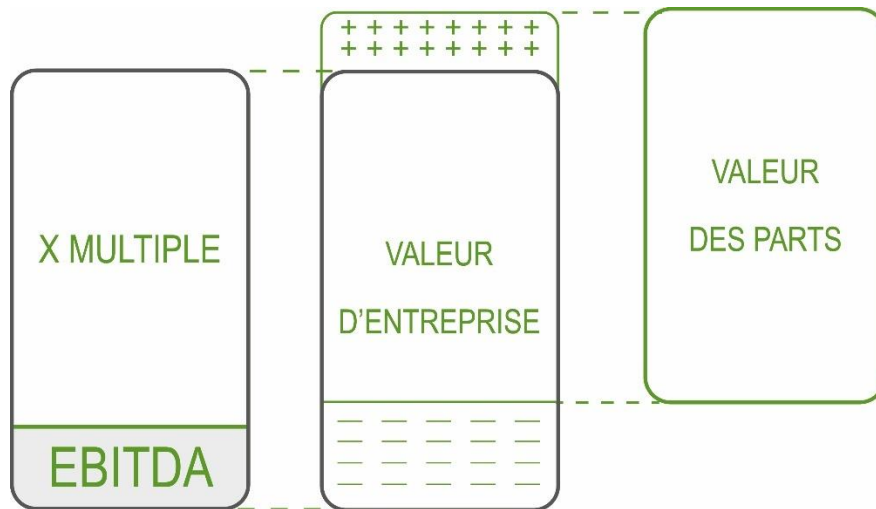


Figure 10 : Méthode des multiples. (Source : production personnelle)

La méthode des multiples, au même titre que la méthode du DCF, est une méthode dite globale car elle s'intéresse à la rentabilité qui découle de l'utilisation des actifs de la société. Le multiple sera d'autant plus grand que les perspectives de rendement du secteur seront élevées, que le secteur d'activité est peu risqué et que le taux d'intérêt exigé est faible.

La méthode comparative est assez simple, elle consiste simplement dans la valorisation d'une société concernée vis-à-vis d'autres sociétés comparables qui ont fait l'objet de transaction (multiple de transactions, à privilégier quand il y a changement de contrôle) ou cotées en bourse (multiples boursiers, à privilégier quand il n'y a pas de changement de contrôle). On utilisera en général un multiple d'une certaine mesure de rentabilité comme le résultat brut d'exploitation (EBITDA - Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation).

Le multiple Valeur de l'Entreprise / EBITDA (EV/EBITDA) est l'une des mesures les plus utilisées lors de valorisation de sociétés.

$$\frac{EV}{EBITDA} = Multiple$$

Équation 2: Ratio Valeur d'entreprise / EBITDA.

Il est également important de bien noter que c'est la valeur d'entreprise et non celle des fonds propres qui est utilisée dans la méthode des multiples (tout comme les

valeurs obtenues avec les méthodes patrimoniale et DCF). La raison est simplement qu'utiliser les fonds propres conduirait à une valeur biaisée de la société due au fait que les fonds propres sont dépendant de la structure financière de celle-ci.

Pour preuve, voici un exemple du livre « Valorisation et cession d'entreprise »<sup>7</sup> destiné à démontrer le biais possible avec l'utilisation de la valeur des fonds propres plutôt que celle de l'entreprise (*Enterprise Value*).

On considère 2 sociétés (A et B) étant en tous points semblables si ce n'est le structure de financement : A est financé totalement par fonds propres et B a une dette nette de 250. Elles ont toutes deux un EBITDA de 100. Le multiple du secteur déterminé est de 6. Dès lors, les deux entreprises ont une valeur de 600.

Pour la société A, qui ne dispose d'aucune dette nette, sa valeur des fonds propres et sa valeur d'entreprise sera la même. En revanche, pour la société B, sa valeur devra être retranchée de sa dette nette :  $600 - 250 = 350$ . De ce fait si on utilisait le ratio valeur des fonds propres / EBITDA de la société A afin de déterminer la valeur de la société B, on obtiendrait une valeur de 850 ( $6 \times 100 + 250$ ). Ce qui reviendrait à dire que bien que les sociétés soient en tout point égales, la valeur des actifs de B vaudrait plus que les actifs de la société A, pourtant égaux. En d'autres mots, l'utilisation d'un ratio Valeur des Fonds Propres / EBITDA conduira à une surévaluation ou une sous-évaluation liée à l'endettement de la société à valoriser.

Le ratio EV/EBITDA n'est bien entendu pas le seul. D'autres multiples tels que EV/EBIT, P/CF (prix de marché des fonds propres / Cash-Flows), P/E (Prix de marché des fonds propres / Résultat d'exploitation), etc. Comme dit précédemment, différents référentiels pourront être utilisés dans la recherche d'un multiple adapté : les comparables boursiers et les transactions comparables en fusion, acquisition. La méthode des comparables boursiers consiste à créer un groupe de d'autres sociétés comparables (*peer group*) et cotées en bourse afin d'en comparer les multiples. Il est très important de bien choisir les sociétés du *peer group*. Elles doivent être dans le même secteur économique, de la même taille, dans une zone géographique proche et avec une possibilité de croissance semblable. Après avoir ressortit l'ensemble des multiples déterminés pour le *peer group*, il faudra sur base de ces données en ressortir

---

<sup>7</sup> Dossogne, S. (2015). Valorisation et cession d'entreprise. – De l'intention à la finalisation, de la valeur au prix. Edipro

un multiple pour la société concernée. Certains utiliseront la moyenne arithmétique, d'autres, conseilleront l'utilisation de la médiane afin d'être moins affecté par les possibles valeurs extrêmes présentes dans l'échantillon.

Ensuite, une fois le multiple déterminé pour la société, il sera bien souvent utile de lui appliquer l'une ou l'autre décote. Par exemple, une PME étant beaucoup moins liquide qu'une société cotée en bourse, il conviendra de lui appliquer une décote dite d'illiquidité (entre 15 et 50%). Une fois la valeur d'entreprise déterminée, il sera nécessaire d'effectuer quelques modifications afin d'obtenir la valeur des fonds propres (*Share Value*). Sur base de l'EV, on lui retranchera son endettement financier et on y ajoutera la valeur de la trésorerie. La méthode des multiples est simple d'utilisation et facilement compréhensible. En revanche, l'utilisation d'une décote d'illiquidité augmente le côté subjectif de la méthode de par la difficulté de quantifier précisément ce pourcentage. De plus, ces méthodes varient également avec l'état du marché. Ce qui est relativement faussé car rien ne prouve que la valeur d'une société soit dégradée lors de périodes de stress sur les marchés financiers. Ensuite, un autre point faible est le fait que cette méthode se contente d'analyser des sociétés comparables pour uniquement quelques facteurs, ce qui est parfois peu suffisant.

### 3.2.2. La méthode des multiples appliquée au cas

Dans notre cas, certains éléments du compte de résultats devront être corrigés.

| Corrections du compte de résultats     |         |         |         |
|--|---------|---------|---------|
|  | 2017    | 2018    | 2019    |
| Services et biens divers               |         |         |         |
| Rémunération actuelle                  | 170.991 | 193.048 | 195.353 |
| Rémunération repreneur                 | -75.000 | -75.000 | -75.000 |
| Rémunération assistante administrative | -25.000 | -25.000 | -25.000 |
| Correction de l'EBITDA                 | 70.991  | 93.048  | 95.353  |

Tableau 10: Corrections du compte de résultats. (Source : production personnelle)

Dans le tableau ci-dessus, les principales corrections sont apportées à la rémunération du dirigeant actuel (de manière plus générale, les corrections seront appliquées sur l'ensemble des éléments du compte de résultats, pas uniquement sur la rémunération des dirigeants). En effet, en 2019, la rémunération annuelle de celui-ci et de son assistante administrative était de l'ordre de 195.353 €. Leurs salaires ont été revus à la baisse (il ne s'agit là que d'une hypothèse), afin de refléter une rémunération plus adéquate. De ce fait, les corrections de l'EBITDA sont de l'ordre de 90.000 € sur les 2 derniers exercices.

|                                | 2017       | 2018       | 2019      |
|--------------------------------|------------|------------|-----------|
| <i>Résultat d'exploitation</i> | 22.918     | 20.177     | 20.921    |
| <i>+ Corrections EBITDA</i>    | 70.991     | 93.048     | 95.353    |
| <i>+ Amortissements</i>        | 74.727     | 100.134    | 100.043   |
| EBITDA                         | 168.636    | 213.359    | 216.317   |
| Méthode des multiples          | Moy. 3 ans | Moy. 2 ans | 2019      |
| EBITDA moyen                   | 199.438    | 214.838    | 216.317   |
| <i>x Multiple (M)</i>          | 5          | 5          | 5         |
| Valeur d'entreprise            | 997.188    | 1.074.191  | 1.081.586 |
| <i>- Endettement financier</i> | -275.868   | -275.868   | -275.868  |
| <i>+ Trésorerie</i>            | 64.120     | 64.120     | 64.120    |
| Valeur des actions             | 785.440    | 862.443    | 869.837   |

Tableau 11 : Calcul de la valeur des actions par l'approche des multiples. (Source : production personnelle)

On peut alors recalculer l'excédent brut d'exploitation pour les 3 derniers exercices (ce qui permettra d'avoir une moyenne sur 1, 2 et 3 ans). Pour ce faire, on va reprendre le résultat d'exploitation auquel on va pouvoir ajouter les amortissements ainsi que les corrections apportées aux biens et services. On obtient alors un EBITDA en progression sur les 3 dernières années. On applique ensuite le multiple représentatif (il s'agit ici d'un multiple transactionnel : en moyenne, c'est le multiple qu'on retrouve lors de transactions sur le marché des PME). Comme dit précédemment, la méthode des multiples est une méthode indirecte. Elle passe donc par le calcul de la valeur d'entreprise avant d'obtenir la valeur des parts en soustrayant l'endettement net. On obtient alors une valeur comprise entre 785.440 € et 869.837 €. Si on refait le même calcul en émettant l'hypothèse que la société ne dispose pas de son immobilier mais qu'elle le loue à un loyer annuel de 59.500 € (soit 7% de la valeur vénale).

| Corrections du compte de résultat             |            |            |          |
|---|------------|------------|----------|
|   | 2017       | 2018       | 2019     |
| Services et biens divers                      |            |            |          |
| <i>Rémunération actuelle</i>                  | 170.991    | 193.048    | 195.353  |
| <i>Rémunération repreneur</i>                 | -75.000    | -75.000    | -75.000  |
| <i>Rémunération assistante administrative</i> | -25.000    | -25.000    | -25.000  |
| <i>Loyer</i>                                  | -59.500    | -59.500    | -59.500  |
| <i>Charge immobilière</i>                     | 15.000     | 15.000     | 15.000   |
| Impact compte de résultat                     | 26.491     | 48.548     | 50.853   |
|   | 2017       | 2018       | 2019     |
| <i>Résultat d'exploitation</i>                | 22.918     | 20.177     | 20.921   |
| <i>+ Corrections compte de résultats</i>      | 26.491     | 48.548     | 50.853   |
| <i>+ Amortissements</i>                       | 49.727     | 75.134     | 75.043   |
| EBITDA  | 99.136     | 143.859    | 146.817  |
| Méthode des multiples                         | Moy. 3 ans | Moy. 2 ans | 2019     |
| EBITDA moyen                                  | 129.938    | 145.338    | 146.817  |
| <i>x Multiple (M)</i>                         | 5          | 5          | 5        |
| Valeur d'entreprise                           | 649.688    | 726.691    | 734.086  |
| <i>- Endettement financier</i>                | -178.368   | -178.368   | -178.368 |
| <i>+ Trésorerie</i>                           | 64.120     | 64.120     | 64.120   |
| Valeur des actions                            | 535.440    | 612.443    | 619.837  |

Tableau 12 : Calcul de la valeur des actions par l'approche des multiples sans immobilier. (Source : production personnelle)

En faisant les calculs, on se rend compte que la sortie de l'immobilier représente une perte de valeur pour celle-ci en partie à cause du loyer à payer. Dans ce cas, on se retrouve avec une valeur des parts comprise uniquement entre 535.440 € et 619.837 €. Soit, une perte de près de 200.000 € avec l'immobilier.

### 3.2.3. Cas particulier : l'EBITDAR

La problématique de ce mémoire étant une problématique immobilière dans la valorisation d'une société, il m'a semblé important de parler du multiple EV/EBITDAR. L'EBITDAR signifie *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Rent*. Autrement dit, on rajoute à l'EBITDA communément utilisé, les loyers payés par celle-ci. On prend donc en compte le mode de détention des actifs, comme l'immobilier, dans le calcul de la rentabilité. Une société possédant son immobilier aura un EBITDAR égal à son EBITDA puisqu'aucun loyer ne vient diminuer sa rentabilité. L'intérêt de prendre en considération ce multiple est qu'il permettra la comparaison dans la suite de ce travail entre une société possédant et une autre louant son immobilier.

|                                   | 2017       | 2018       | 2019      |
|-----------------------------------|------------|------------|-----------|
| Résultat d'exploitation           | 22.918     | 20.177     | 20.921    |
| + Corrections compte de résultats | 26.491     | 48.548     | 50.853    |
| + Amortissements                  | 49.727     | 75.134     | 75.043    |
| + Loyer                           | 59.500     | 59.500     | 59.500    |
| EBITDAR                           | 158.636    | 203.359    | 206.317   |
| Méthode des multiples             | Moy. 3 ans | Moy. 2 ans | 2019      |
| EBITDAR moyen                     | 189.438    | 204.838    | 206.317   |
| x Multiple (M)                    | 5          | 5          | 5         |
| Valeur d'entreprise               | 947.188    | 1.024.191  | 1.031.586 |
| - Endettement financier           | -178.368   | -178.368   | -178.368  |
| + Trésorerie                      | 64.120     | 64.120     | 64.120    |
| Valeur des actions                | 832.940    | 909.943    | 917.337   |

Tableau 13: Calcul de la valeur des actions via la méthode du multiple l'EBITDAR. (Source : production personnelle)

En comparaison au précédent point, ici, on peut voir l'évaluation de la société sur la base d'un ratio EV/EBITDAR. J'ai donc rajouté le loyer pour qu'il ne vienne pas diminuer la rentabilité comme le dit la définition de l'EBITDAR. On remarque que c'est une bonne méthode pour créer de la valeur puisqu'ici, on obtient une fourchette entre 832.940 € et 917.337 €. Il s'agit d'une estimation plus optimiste que les deux précédentes, voire faussée, puisqu'ici on retire le coût principal mais on ajoute les dépenses que la société ne subit plus pour le maintien de l'immobilier.

### 3.3. Les divergences de valorisation et leurs interprétations

Dans un marché en équilibre, toutes les méthodes d'évaluation devraient donner, pour une même société, une valeur semblable. Cependant, dans la réalité, on constate que ce n'est généralement pas le cas. Ces divergences peuvent être interprétées de différentes manières :

| <i><b>Divergences</b></i>                     | <i><b>Interprétation</b></i>   | <i><b>Conséquences</b></i>   |
|---|--|--|
| Valeur patrimoniale<br>> Valeur DCF           | La société vaut plus cher grâce à son passé que par ses rendements actuels.                                | Il faudrait commencer à désinvestir, vendre des actifs afin d'augmenter la rentabilité et réduire l'écart avec sa valeur historique. |
| Valeur Patrimoniale<br>> Valeur des multiples |  |  |
| Valeur patrimoniale<br>< Valeur DCF           | La société est fortement rentable et investit dans des projets dont la rentabilité est supérieure au WACC. | Très bon moment pour vendre.   |
| Valeur patrimoniale<br>< Valeur des multiples |  |  |
| Valeur des multiples<br>> Valeur DCF          | Les investisseurs ont une meilleure appréciation de la valeur de la société que les actionnaires actuels.  | Il peut être intéressant de réaliser une IPO.  |
| Valeur des multiples<br>< Valeur DCF          | Le marché a une image plus défavorable de la valeur de la société que ses actionnaires.                    | Il vaut mieux attendre que la société réalise le potentiel de croissance décrit dans son plan d'affaire.                             |

Tableau 14: Tableau d'analyse des écarts entre les valeurs. Réalisé sur base du chapitre 33, section 5 du Vernimmen.



Dans le cas de la menuiserie, on remarque que les 2 méthodes utilisées donnent des résultats similaires. Cependant, on peut tout de même constater une valeur des multiples sensiblement supérieure à celle de l'ANC, ce qui sous-entendrait que la valeur de la société est créée par sa rentabilité plus que par ses possessions. Il est toutefois difficile de pouvoir réellement en dire quelque chose car la valeur des multiples dépend avant tout des hypothèses prises concernant les corrections apportées au compte de résultat.

### 3.4. Tableau récapitulatif des différentes méthodes de valorisation

Certaines méthodes seront plus adaptées pour certains types de sociétés. Cependant, une approche mixte incluant toutes les méthodes est préférable.

| MÉTHODE                         | SOCIÉTÉS CONCERNÉES  | AVANTAGES   | INCONVÉNIENTS   |
|---------------------------------|--|---|---|
| <i>Approche Patrimoniale</i>    |  |   |   |
| ANCC                            | Holdings, sociétés immobilières, sociétés en difficulté, sociétés avec peu de rendements, etc. | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Donne une bonne image de la valeur actuelle de la société (« photo de la société »)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ne tient pas compte des rendements possibles futurs</li> <li>- L'immobilier a souvent un impact important sur la valeur obtenue</li> </ul>   |
| <i>Approche par Comparaison</i> |  |   |   |
| Multiples                       | Toutes sociétés ayant des comparables possibles  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Facile à utiliser</li> <li>- Facile à comprendre</li> </ul>                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Valorisation liée à l'état du marché</li> <li>- Méthode manquant de précision (d'autres variables devraient être prises en considération pour la création du <i>peer group</i>)</li> <li>- Dépend beaucoup du multiple choisi</li> </ul> |

Tableau 15: Tableau récapitulatif des différentes méthodes de valorisation. (Source : production personnelle)

## Chapitre 4. L'immobilier en société et les fonds immobiliers

---

Lorsque l'immobilier est considéré comme problématique, il faut alors trouver une méthode pour le traiter. C'est pourquoi dans ce chapitre, je m'intéresse aux différentes méthodes de sortie de l'immobilier ainsi que les types de location possibles. De même, je vais également m'intéresser aux différents avantages et inconvénients de posséder son propre immobilier.

### 4.1. Avantages et inconvénients de posséder son immobilier

Les motivations pour posséder un immobilier en société peuvent être variées. On retrouve les questions d'agrandissement de la société, d'acquisition au titre d'investissement, etc. Au cours de la vie de l'immobilier dans la société, on pourra distinguer différents avantages et inconvénients.

Tout d'abords, **lors de l'acquisition**. Lors de l'achat d'un bien immobilier, une société sera soumise aux mêmes obligations qu'une personne physique à savoir, le paiement de droits d'enregistrement (excepté pour un bâtiment neuf qui, quant à lui, pourra bénéficier du régime TVA). Bien qu'ils s'agissent d'impôts régionaux et donc, en principe non-déductibles (*Art 198, §1<sup>er</sup>, 5° CIR*), on pourra néanmoins déduire ces droits d'enregistrement dans sa déclaration fiscale au titre de frais professionnels (*Art 52 1° CIR*) s'agissant en réalité d'impôts « régionaux dérivés » (anciennement fédéraux<sup>8</sup>).

Dans le cas du menuisier, le bâtiment valant 850.000 €, on peut considérer qu'il a pu déduire, au titre de frais professionnels, 106.250 €.

Ensuite, **lors de la période de possession de l'immeuble**, la société sera imposée au taux ISoc sur les revenus / les loyers qu'elle perçoit de la location de l'immeuble. S'il n'est pas loué, l'intérêt n'est pas le même. Cependant, dans tous les cas, l'immobilier sera amorti ce qui viendra réduire le bénéfice imposable.

---

<sup>8</sup> Indiqué à l'Art 3 de la Loi du 16 Janvier 1989 sur le Financement des Communautés et Régions

Si on prend l'exemple d'une société amortissant son immobilier sur 20 ans, cela pourrait représenter une économie fiscale de  $(0.05 * 0.25) 1.25\%$ . Soit, dans le cas du menuisier, une économie fiscale annuelle de 10.625 €.

De plus, l'immobilier présente également un avantage non-négligeable lors de sa vie au sein de la société : la garantie. En effet, la possession de cet immobilier offre également la possibilité de le donner en garantie pour s'assurer l'obtention d'autres crédits d'investissements. Outre les avantages financiers, posséder son immobilier offre également une grande liberté d'action pour la société. Elle pourra en disposer comme elle le souhaite.

Enfin, **lors de la revente de l'immobilier** (qui sera traitée en détail dans les points suivants), différentes possibilités s'offrent à la société. Soit on pourra procéder à la vente de l'immeuble (et donc à sa sortie de la comptabilité), ce qui entraînera une imposition de la plus-value réalisée taxée au taux ISoc. Soit, les parts de la société devenue immobilière sera cédée. Dans ce cas, aucune taxe ne viendra frapper la plus-value réalisée sur la vente. Enfin, la société pourra également procéder à sa liquidation. Dans ce dernier cas, la plus-value de liquidation sera taxée à 30% (25% à partir de 2020).

## 4.2. Vente immobilière

### 4.2.1. Vente directe d'un bien immobilier

La vente directe d'un bien immobilier peut être une première méthode pour sortir l'immobilier de la société. Comme dans le cas d'une vente immobilière entre particuliers, l'acquéreur sera tenu de payer les droits d'enregistrement équivalant 12,5% du prix de vente en Wallonie et à Bruxelles ou, 10% en Flandres (*Art 44 du code de droit d'enregistrement*). Attention, comme le stipule l'Art 46 du code de droit d'enregistrement (wallon), la valeur du bien immobilier, sur laquelle sera calculée la valeur des droits d'enregistrement ne peut pas être inférieure à la valeur vénale du bâtiment. Autrement dit, si j'acquiers un bien à un prix inférieur à sa vraie valeur, je serai tout de même obligé de payer les droits d'enregistrement sur la valeur vénale du bien.

Du point de vue de la société qui cède son bien immobilier, elle sera imposée sur la plus-value réalisée lors de la vente (*Art 24, al. 1<sup>er</sup>, 2<sup>o</sup> CIR*), l'immobilier étant affecté à l'exercice de l'activité professionnelle. Autrement dit, si la valeur à la revente de la société est supérieure à sa valeur comptable, cette différence (diminuée des frais de réalisation (*Art 43 CIR*)) sera imposable dans le chef de la société au taux ISoc de 25% (*Art 215 al. 1<sup>er</sup> nouveau CIR*). Cependant, il est également important à noter que la taxation de cette plus-value peut être étalée dans le temps (sur la durée de l'amortissement du bien acquis en emploi) à une condition : le emploi (*Art 47 CIR*). Si la plus-value liée à la vente d'un bien immobilier est directement utilisée pour financer un nouveau bien amortissable, cette taxation de la plus-value pourra être remboursée sur la durée de l'amortissement.

Par exemple, une société qui utilise la plus-value de la vente de son bâtiment principal pour en racheter un autre, amortissable en 30 ans, pourra payer cette taxe à concurrence d'1/30 par an. Comptablement, la vente d'un bien immobilier entraînera l'écriture d'un amortissement exceptionnel de la totalité de la valeur résiduelle dans la comptabilité. En conséquence, cela entraînera une diminution de la base taxable.

Enfin, au niveau de la TVA, un élément est à prendre en considération : la révision TVA. Comme expliqué précédemment, en cas de changement d'affectation de l'immobilier, il se pourrait que l'administration vienne réviser la TVA perçue lors de l'achat du bâtiment, si celui-ci est âgé de moins de 15 ans. (Voir description au point 1.4.1.3.). A la condition que le bâtiment ait été acquis sous le régime TVA. D'autre part, si la société a acquis l'immobilier plusieurs années auparavant mais ne l'a jamais occupé, elle pourra le revendre sous le régime TVA (le bâtiment devait être neuf lors de l'acquisition au regard des conditions décrites à l'article 44 §3 1<sup>o</sup> du code de TVA). Il faudra cependant que le cédant, même s'il dispose déjà d'un numéro de TVA, s'assujettisse en tant qu'assujetti occasionnel pour réaliser la vente.

#### 4.2.2. Cession des parts d'une société immobilière

Différentes possibilités existent : soit la société possède uniquement l'immeuble (société immobilière), soit la société est une société d'exploitation.

Tout d'abords, s'il s'agit d'une société purement immobilière, la situation est idéale. En effet, la plus-value liée à la vente des parts d'une société ne sont pas imposées en Belgique (*Art 90 9<sup>o</sup>, 202 §2 et 203 CIR*). C'est d'ailleurs le cas pour toute vente de

parts entre sociétés au sein de l'Union Européenne. En revanche, si la société est une société d'exploitation, revendre simplement les parts entraînera la vente, non pas, uniquement de l'immeuble, mais bien, de la totalité des actifs, passifs, engagements, etc de la société. C'est pourquoi, il sera important de trouver une méthode pour sortir cet immeuble de la société !

#### 4.2.2.1. Scinder la société d'exploitation – La scission partielle

Les articles 12 :4 à 12 :8 du Nouveau Code des Sociétés et des Associations décrivent le mécanisme de scission partielle. Le principe est de transférer une partie ou la totalité des avoirs d'une société à, soit une ou plusieurs société(s) existante(s) (scission par absorption (*Art 12 :4 et 12 :8 CSA*), soit à une ou plusieurs société(s) à créer (scission par constitution (*Art 12 :5 et 12 :8 CSA*), soit en réalisant les deux opérations (scission mixte (*Art 12 :6 et 12 :8 CSA*)). Cette méthode nécessite, entre autres obligations, la réalisation d'un acte authentique (*Art 12 :24 CSA*). En d'autres termes, l'objectif d'une scission partielle permet le transfert d'une partie du patrimoine d'une société à une ou plusieurs autre(s) société(s) bénéficiaire(s).

Le nouveau Code des Sociétés et Associations a également mis en avant le principe de la Scission Silencieuse. Celle-ci se différencie de la Scission Partielle « traditionnelle » par le fait que le transfert d'une partie du patrimoine est à destination d'une société qui est déjà titulaire des parts de la société à scinder. (*Art 12 :8, 2° CSA*). La scission partielle a pour avantages d'éviter de payer une taxe sur la plus-value sur la vente des parts de la société (l'exonération des plus-values sur la vente des parts est uniquement possible sous 3 conditions)<sup>9</sup>, le paiement des droits d'enregistrement progressif et la révision TVA possible. La seule condition pour éviter que la scission ne soit soumise à la TVA est que la société patrimoniale créée, celle détenant l'immobilier, fasse partie de la même unité TVA que la société d'exploitation. Sinon, le transfert de l'immeuble sera considéré comme une vente entre deux sociétés. Pour ce qui est des droits d'enregistrement, l'immeuble doit être apporté sous forme d'apport rémunéré en action dans la société patrimoniale afin de bénéficier du droit fixe d'enregistrement de 50€ (*Art 115 bis et 117 §1<sup>er</sup> du code de droit d'enregistrement*). Si l'apport est rémunéré autrement qu'en parts sociales, l'apport sera requalifié en vente.

---

<sup>9</sup> Art 202 et 203 CIR

L'article 1<sup>er</sup> §1<sup>er</sup> de l'Arrêté Royal n°55 du 9 Mars 2007 reprend les conditions nécessaires afin de bénéficier du principe de l'unité TVA. Tout d'abord, les sociétés doivent être liées sur le plan financier, autrement dit, s'il y a un lien de contrôle entre elles (*Art 1<sup>er</sup> §1<sup>er</sup> 1° de l'AR*). Elles doivent être liées d'un point de vue organisationnel (*Art 1<sup>er</sup> §1<sup>er</sup> 2° de l'AR*). Si la direction est la même dans les deux sociétés, cette condition est remplie. Enfin, elles doivent être liées sur le plan économique (*Art 1<sup>er</sup> §1<sup>er</sup> 3° de l'AR*). Elle sera remplie si, par exemple, les deux sociétés sont complémentaires. Dans le cas d'une scission OpCo (« Operational Company ») / PropCo (« Property Company »), c'est bien le cas puisque le bâtiment est lié à la société opérationnelle.

Pour récapituler, la scission partielle bénéficie d'un « régime d'immunisation fiscale » en vertu des articles 211 et suivant du CIR. Cependant, une condition reste indispensable afin d'éviter une requalification de l'opération en une vente simple : l'objectif de l'opération ne doit pas être de frauder ou de réaliser une évasion fiscale ! (*Art 183bis CIR*) De plus, il est également conseillé d'éviter de réaliser régulièrement ce genre de scission partielle afin d'éviter tout problème vis-à-vis des mesures anti-abus (*Art 344 CIR*).

#### 4.2.1. Liquidation de la société

Une dernière méthode pour sortir l'immobilier est de procéder à la liquidation de la société dite patrimoniale (voir ci-dessus la méthode de scission partielle afin de scinder la société et de sortir l'immeuble). Différentes raisons entraînent la liquidation d'une société. Exhaustivement, on pourra citer, la liquidation à la suite d'un fait spécifique (e.g. durée limite de la société atteinte), la liquidation judiciaire et la dissolution volontaire (*Art 2 :70 CSA*). Ici, nous ne traiterons que la dissolution volontaire. Dans ce cas, certaines obligations doivent être accomplies, notamment, un rapport justificatif, un état des comptes de la société à la liquidation et un rapport d'un tiers (e.g. un réviseur d'entreprise) confirmant l'état des comptes. Toutes ces règles sont exposées à l'Art 2 :71 du nouveau Code des Sociétés et des Associations. Le nouveau Code des Sociétés et des Associations a d'ailleurs changé quelques éléments relatifs aux procédures de liquidation. Dans notre cas, un élément intéressant concerne la liquidation d'un jour puisque celle-ci permet d'en réduire les coûts (du moment que 50% au moins des actionnaires soient présents lors du vote de cette dissolution). En matière fiscale, sortir un immeuble via la liquidation et, de fait, via un boni de liquidation n'est pas très avantageuse. Dans ce cas, l'acquéreur de l'immeuble devra s'acquitter

des frais habituels d'une vente, à savoir, les 12,5% sauf si l'actionnaire recevant l'immeuble était déjà actionnaire lors de l'acquisition de l'immeuble par la société (Art 129 du code de Droit d'Enregistrement). De plus, le boni de liquidation entraînera le paiement d'un précompte mobilier de 30%. Cependant, un cas particulier peut être intéressant : celui de la liquidation d'une société et de la réception de l'usufruit par un actionnaire. En effet, le code de droits d'enregistrement parle bien d'un immeuble or, au regard du code civil, l'usufruit ne rentre pas dans la définition d'un immeuble. Pour conséquence, le boni de liquidation reprenant cet usufruit ne sera pas imposé au droit de vente de 12,5% (en Wallonie).

### 4.3. Location immobilière

#### 4.3.1. Les baux à loyer

Le bail commercial est le bail le plus communément utilisé lorsqu'on parle d'une société prenant en location un immeuble dont un tiers est propriétaire. L'article 1<sup>er</sup> de la partie du code civil concernant les règles particulières aux baux commerciaux le définit comme suit :

*« Les baux d'immeubles ou de parties d'immeubles qui, soit de manière expresse ou tacite dès l'entrée en jouissance du preneur, soit de l'accord exprès des parties au cours du bail, sont affectés principalement par le preneur ou par un sous-locataire à l'exercice d'un commerce de détail ou à l'activité d'un artisan directement en contact avec le public. »*

La durée du bail commercial est de minimum 9 ans soit, 3 fois 3 années avec reconduction tacite (*Art 3 des règles particulières sur les baux commerciaux*).

**D'un point de vue fiscal**, l'enregistrement de tous baux est équivalant à 0,2% du montant total des loyers à percevoir sur la durée complète du bail (*Art 83 1<sup>er</sup> et 84 du code d'enregistrement*).

Le bail commercial n'offre pas de droits réels au locataire. Il ne s'agira ici que d'un droit de jouissance.



#### 4.3.2. Leasing immobilier

Le leasing immobilier consiste en la création ou l'acquisition d'un bien immobilier (uniquement à destination professionnelle) par une société financière pour le compte d'une société d'exploitation qui en sera locataire. La société de leasing ne joue ici qu'un rôle de financement. Elle finance le bien immobilier pour le compte d'un tiers.

La durée de ce type de contrat est en général supérieure à 15 ans afin d'éviter toute révision TVA lors d'un changement éventuel d'affectation du bâtiment.

La société de leasing appliquera un loyer qui est relativement différent d'un loyer « traditionnel ». Ce loyer comprendra une fraction du capital investi, de l'intérêt sur ce capital investi et de la marge que la société prend. Une fois la durée prévue écoulée, certains contrats pourront prévoir une « option d'achat ».

Il est tout de même important de différencier le leasing immobilier pour un bâtiment dit ancien, ou neuf (un bâtiment est réputé neuf *jusqu'au 31 Décembre de la deuxième année qui suit celle au cours de laquelle a lieu la première occupation ou la première utilisation de ce bâtiment*<sup>10</sup>). Dans ce second cas, plutôt que de dépendre des droits d'enregistrement, la transaction aura lieu sous le régime TVA. Dès lors, la société de leasing pourra récupérer la TVA sur l'investissement réalisé et, dans le chef du preneur de bail, il pourra déduire la TVA sur les loyers payés. La transaction sera, de fait, exemptée de droits d'enregistrement.

Si le bâtiment n'est pas jugé neuf au regard de la loi, les droits d'enregistrement seront dûs et la transaction sera exemptée de TVA.

Bien évidemment, les conditions pour bénéficier du régime TVA vont au-delà de la simple condition d'un bâtiment neuf, celles-ci sont indiquées dans *l'Arrêté Royal d'Exécution N°30 du 29 Décembre 1992*. Notamment, il y aura l'obligation, à la fin du contrat de leasing, pour le locataire de pouvoir disposer des droits réels détenus jusque-là par la société de leasing. Disposer de droits réels sous-entend la vente du bien (option d'achat) ou la transformation en un nouveau contrat de bail procurant un droit de pleine jouissance (droit réel) (*A.R. N°30 du 29/12/1992, Art 1<sup>er</sup>, 3°*). Les contrats de bail procurant ce droit réel sont le droit d'emphytéose, le droit de superficie et l'usufruit expliqués ci-après.

---

<sup>10</sup> Art 8 §1<sup>er</sup> Code TVA

Parmi les autres conditions, on retrouve également l'obligation d'un contrat non-résiliable et non-translatif de propriété (A.R. N°30 du 29/12/1992, Art 1<sup>er</sup>, 2°), l'obligation que l'immeuble construit ou acquis l'ait été par la société de leasing (A.R. N°30 du 29/12/1992, Art 1<sup>er</sup>, 1°), que les loyers perçus par la société de leasing, au terme de la période de 15 ans, permettent de reconstituer l'investissement total initial (A.R. N°30 du 29/12/1992, Art 1<sup>er</sup>, 4°).

Cette méthode de location d'un bien immobilier est intéressante pour les sociétés souhaitant disposer d'un bien adapté à leur activité sans devoir déboursier une partie du coût de construction. De plus, le leasing présente différents avantages : la société peut tout à fait réaliser un leasing pour plus cher que le coût de construction (il peut par exemple comprendre les honoraires de l'architectes, etc.). De plus, moins de garanties seront demandées.

Un leasing financier est une opération « on-balance » ce qui signifie que le bien acquis apparaîtra au bilan de la société qui prend le leasing. De ce fait, la société aura la possibilité d'amortir la valeur du leasing sur la durée de celui-ci en vertu de l'article 61 du CIR 92. A l'opposé, on parlera de leasing opérationnel si le bâtiment n'est pas repris comptablement dans les comptes de la société qui prend le leasing.

## 4.4. Les droits réels

### 4.4.1. Le droit d'emphytéose

Le bail emphytéotique est défini comme étant « *un droit réel, qui consiste à avoir la pleine jouissance d'un immeuble appartenant à autrui, sous la condition de lui payer une redevance annuelle, soit en argent, soit en nature, en reconnaissance de son droit de propriété* »<sup>11</sup>. Le contrat se conclut entre un emphytéote (celui qui paie pour le droit réel) et un tréfoncier (le propriétaire) et doit concerner une période de minimum 27 ans et de maximum 99 ans (Loi du 10/01/1824, Art 2) (Il s'agit d'ailleurs de la seule disposition impérative). A contrario, un bail commercial ne donne droit qu'à un droit dit « *de jouissance* ». Bien qu'il s'agisse d'un bail emphytéotique, aucun loyer ne sera dû, seule une redevance annuelle devra être payée (le canon emphytéotique).

L'avantage d'un tel contrat de bail est que l'emphytéote pourra disposer du bien comme il l'entend grâce au droit réel dont il dispose. S'il le souhaite, il pourra

---

<sup>11</sup> Loi du 10 Janvier 1824 sur les baux emphytéotiques, Art 1<sup>er</sup>.

également le vendre (le contrat se poursuivra de toute façon une fois le bâtiment cédé). En revanche, l'inconvénient pour ce dernier est que tous les aménagements qu'il réalisera au sein de l'immobilier concerné seront la propriété du tréfoncier (l'emphytéote aura toutefois le droit de retirer les aménagements qu'il a réalisés en partant).

#### 4.4.1.1. Les droits et obligations des emphytéotes

L'emphytéote a tous les droits sur le bâtiment pour lequel il paie le canon. Il a également la possibilité d'enlever les modifications qu'il a réalisés sur le bâtiment à l'expiration du contrat.

**En cas de cession du droit d'emphytéose**, la valeur totale du droit sera imposée à l'impôt des sociétés. La cession peut toutefois échapper à la taxation du moment que la transaction respecte les dispositions prévues dans le CIR à l'article 10. Pour ce faire, il faut que l'intégralité du capital investi soit reconstituée intégralement et que la propriété du bien utilisé revienne, au terme du contrat, de plein droit à l'utilisateur. (La partie des redevances qui excédera le capital investi sera tout de même taxé au titre de revenus mobiliers.)

**D'un point de vue comptable**, celui qui paie le droit, s'il est en société, aura la possibilité d'amortir ce droit sur la durée prévue de l'emphytéose.

**D'un point de vue fiscal**, le bail emphytéotique donne lieu à un droit d'enregistrement (droit de bail) de 2% (payé sur le montant cumulé des redevances prévues sur la durée totale du contrat).<sup>12</sup> L'administration fiscale n'est cependant pas tenue par la qualification donnée par les parties. Autrement dit, l'administration aura la possibilité d'effectuer une requalification du contrat si nécessaire.

Du côté du tréfoncier, les redevances perçues seront imposables à l'impôt des sociétés.

---

<sup>12</sup> Art 83 2° et 84 du C. Enr.

#### 4.4.2. Le droit de superficie

Le droit de superficie est défini comme suit dans la Loi du 10 Janvier 1824 à l'article 1<sup>er</sup> :

*« Le droit de superficie est le droit réel qui consiste à avoir des bâtiments, ouvrages ou plantations, en tout ou partie, sur, au-dessus ou en dessous du fonds d'autrui. »*

Autrement dit, le droit de superficie est le droit donné au superficiaire (celui qui paie pour le droit) par le tréfoncier (le réel propriétaire du terrain), de bâtir sur celui-ci. La durée maximale du contrat est de 50 ans (il s'agit, à nouveau, de la seule close impérative de la loi relative au droit de superficie). Ce droit n'implique pas obligatoirement une contrepartie (loyer, redevance, canon, etc.). **Du point de vue fiscal**, si aucune contrepartie n'est prévue, la convention ne sera pas soumise au droit proportionnel. Sinon, elle sera considérée de la même manière qu'un droit d'emphytéose, à savoir, taxé au taux de 2% sur le montant cumulé des loyers prévus (*Art 83 2° et 84 du C. Enr.*).

Une fois de plus, l'avantage pour le superficiaire est de disposer d'un terrain d'autrui afin de l'aménager selon son bon-vouloir. Le désavantage est qu'une fois le contrat arrivé à son terme, toutes les constructions réalisées par le superficiaire sont, dès lors, la propriété du tréfoncier (droit d'accession).

#### 4.4.3. L'usufruit

L'usufruit est défini dans le Code Civil à l'article 578.

*« L'usufruit est le droit de jouir des choses dont un autre a la propriété, comme le propriétaire lui-même, mais à la charge d'en conserver la substance. »*

Il s'agit donc d'un démembrement de la pleine propriété en une nue-propriété et un usufruit. Le nu-propriétaire aura la propriété du bien tandis que l'usufruitier aura le droit *d'en retirer les fruits* (autrement dit, de profiter du bien immobilier). La durée de ce droit d'usufruit a, tout comme le droit de superficie et le droit d'emphytéose, une durée temporaire. Il n'a cependant pas de durée minimale autorisée. Il prendra en général fin une fois la durée consentie échue, en cas de mort de l'usufruitier, par le non-usage de l'usufruit pendant une durée de 30 ans (*Art 617 Code Civil*).

Cette méthode est régulièrement utilisée par des contribuables qui vont acheter la nue-propriété d'un immeuble et vont faire acheter l'usufruit à leur société<sup>13</sup>. De ce fait, la société amortit l'usufruit sur la période de sa durée de vie (soit au moins 15 ans). Elle déduira également les frais financiers liés à l'acquisition de l'immeuble tels que les frais de notaire. A l'expiration de l'usufruit, le gérant devient alors plein-propiétaire (nue-propriété + usufruit). Cette méthode permet l'évitement des droits d'enregistrement ainsi que de devoir céder le bien immobilier ce qui entraînerait une plus-value taxable pour celle-ci. Cependant, en cas de vente d'un usufruit, l'acte sera taxé au taux progressif de 12,50% (*Art. 44 du code de droit d'enregistrement*).

#### 4.4.3.1. Les droits et obligations des usufruitiers et nus-proprétaires

L'usufruitier n'aura pas le droit d'altérer la substance du bâtiment malgré le droit réel que représente l'usufruit. Autrement dit, seules quelques modifications légères seront autorisées.

**En cas de cession**, la plus-value réalisée sur la vente du droit sera, en principe, exonérée, à condition que la propriété de ce droit d'usufruit court depuis au moins 5 ans. Si l'usufruitier détient son droit depuis moins de 5 ans, la plus-value sera imposée au taux de 16,5%.<sup>14</sup>

**Au point de vue fiscal**, la constitution d'un usufruit se voit appliquée les droits d'enregistrement habituels (12,5% en Wallonie (Art 44 C.Enr), 10% en Flandres et de la valeur de l'usufruit). La valeur vénale de l'usufruit est calculée comme étant la somme des revenus annuels du bien multiplié par un coefficient dépendant de l'ancienneté de l'usufruit (*Art 47 à 50 du code de droit d'enregistrement*)

**D'un point de vue comptable**, celui qui paie le droit, s'il est en société, aura la possibilité d'amortir ce droit sur la durée prévue de l'usufruit.

---

<sup>13</sup> Cet exemple est tiré du site [droitbelge.be](http://droitbelge.be)

<sup>14</sup> Art 90,10° et 171,4° du CIR

## 4.5. Les fonds immobiliers

Le portage immobilier serait une solution permettant de constituer un portefeuille de biens immobiliers. La diversification a déjà démontré qu'on pouvait obtenir de meilleurs rendements avec moins de risques. C'est pourquoi, je me suis également intéressé à analyser le fonctionnement des fonds immobiliers en Belgique. Ceux-ci représentant relativement bien le fonctionnement d'un possible fonds futur de portage immobilier.

### 4.5.1. Les fonds en Belgique

En Belgique, on peut segmenter les fonds immobiliers en 2 catégories.

#### 4.5.1.1. Les Sociétés Immobilières Réglementées

Tout d'abord, ceux ayant une accréditation SIR (**Sociétés Immobilières Réglementées**) Publique ou Institutionnelle ainsi que ceux n'ayant pas l'une de ces accréditations. Différentes règles contraignent les SIR pour l'obtention du statut :

- 1) Elles doivent faire estimer leur parc immobilier 4 fois par an
- 2) Elles ne doivent pas avoir un taux d'endettement supérieur à 65%
- 3) Elles doivent reverser 80% de leur bénéfice à leurs actionnaires
- 4) Aucun bâtiment ne doit représenter plus de 20% du portefeuille

Les SIR publiques (17 en Belgique) sont des sociétés spécialisées en investissement immobilier en tout genre : résidentiel, commercial, industriel, bureaux, etc. Les 5 plus grosses SIR de Belgique, en termes de capitalisation boursière (plus d'un milliard d'euro) sont : Warehouse de Pauw (€4,1B), Cofinimmo (€3,2B), Aedifica (€2,3B), Montea (€1,2B) et Befimmo (1,1B). Befimmo et Cofinimmo sont actifs dans l'immobilier pour bureaux, Warehouse de Pauw, dans l'immobilier commercial et industriel, Aedifica, dans l'immobilier résidentiel et de santé, et Montea, dans l'immobilier logistique et semi-industriel.

Les SIR Institutionnelles sont généralement des filiales (détenues à au moins 25%) dont les Maisons-Mères sont des SIR publiques. Il en existe 11 en Belgique dont 7 sont des filiales de Cofinimmo, 2 de Befimmo, une d'Intervest et une de Retail Estate.

Les **Sociétés Immobilières Réglementées** procurent un rendement brut moyen de 5,13%, soit 3,59% après précompte mobilier. Dans le cas d'une SIR investissant plus de 60% de ses actifs dans des maisons de repos ou de soin, ce précompte mobilier sera réduit à 15%, soit un rendement net moyen de 4,36%. On peut donc en déduire

qu'un fonds immobilier pratiquant ce type de portage doive proposer un rendement semblable aux actionnaires pour paraître intéressant à leurs yeux.

#### 4.5.1.2. Les Fonds d'Investissement Immobiliers Spécialisés

Ensuite, la deuxième catégorie de fonds reprend ce qu'on appelle les **Fonds d'Investissement Immobiliers Spécialisés** (ou FIIS), qui font partie de la catégorie des Fonds d'Investissement Alternatifs (FIA). Une société de ce type est assimilée à une SICAFI (Société d'Investissement à Capital Fixe). De plus, contrairement à une SIR, un FIIS ne sera pas coté en bourse. Il devra être mis en place pour une durée minimale de 10 ans (plus reconductible tous les 5 ans). C'est un type de fonds qui, tout comme les SIR, est soumis à plusieurs contraintes.

- 1) La valeur du portefeuille doit être d'au moins 10 millions d'euro. (Pas de diversification imposée du moment que le montant est respecté).
- 2) Le capital social doit être d'au moins 1,2 millions d'euro
- 3) Les particuliers ne peuvent pas investir dans le fonds. Seules les sociétés peuvent investir ou en créer une.
- 4) Tout comme les SIR, un FIIS devra distribuer au moins 80% de ses bénéfices. La particularité d'un tel fonds est qu'il ne sera pas imposé sur son bénéfice. Seuls les investisseurs percevant leurs dividendes le seront.

Comme on peut le constater, il n'est pas spécialement très intéressant de s'intéresser à cette seconde catégorie car, les caractéristiques de ce genre de fond sont un peu loin de l'idée du portage immobilier.

## Chapitre 5. Le portage immobilier et ses substituts

---

Sur base des informations présentées aux chapitres précédents, je vais décrire ici le principe du portage immobilier ainsi que certains autres mécanismes existant pour faciliter la transmission d'une entreprise.

### 5.1. Le portage immobilier et ses substituts

#### 5.1.1. Définition du principe

Le portage immobilier (ou « *rent-to-own* ») est une variante de la vente à réméré (Art 1659 Code Civil). Une vente à réméré consiste à vendre un bien immobilier avec un droit pour le vendeur d'annuler la vente dans un délai de quelques années (maximum 5 ans) afin de rétrocéder le bien. A la différence de cette pratique, le portage immobilier consiste en un transfert temporaire de la propriété avec option d'achat au bout de quelques années, ou droit de préemption durant une période déterminée (primauté sur le droit d'acquérir le bien durant une période définie à l'avance).

Le portage est plus commun dans le cas de propriétaires « particuliers ». Dans ces cas, le fonds donne la possibilité à des particuliers, ayant à faire face à certaines difficultés financières, de vendre leur habitation et d'en devenir locataire dans la foulée (avec une option d'achat au bout de quelques années). Etant donné le risque adossé à un tel portage, certaines garanties sont importantes d'être prises. Par exemple, le fonds ne paiera qu'un pourcentage de la valeur du bien afin de réaliser une plus-value en cas de cession forcée. D'autres, dans l'hypothèse où l'ancien propriétaire ne puisse pas se racheter son immobilier, se réservent le droit d'expulser le locataire. L'avantage pour un propriétaire en difficultés financières est d'obtenir rapidement des liquidités, tout en restant dans son habitation. L'intérêt de ce type de fonds reste purement social. En majorité, les particuliers concernés sont endettés, certains ne sont même plus autorisés à souscrire des crédits.

Le portage est loin d'être courant dans le cas de sociétés. C'est pourquoi il est difficile, voire impossible, de trouver une application de ce principe adapté aux sociétés et en particulier lors de transmissions. Sur base de discussions avec le management de *Closing*, nous avons pu imaginer les différentes caractéristiques d'un tel fonds concernant les sociétés. En pratique, le portage immobilier consisterait à faire « porter » l'immobilier par un tiers (un fonds dans notre cas) lors d'une transmission



d'entreprise afin de faciliter la cession. Dans un premier temps, l'exploitation sera cédée à l'acquéreur opérationnel et l'immobilier à un tiers. Un contrat de bail sera ensuite mis en place entre les deux. Enfin, au bout des 7 années prévues, une option d'achat sera disponible pour l'exploitation.

La mise en place du portage peut aider dans différentes circonstances. Principalement, comme décrit précédemment, lorsque la valeur de la société est tirée par la valeur de l'immobilier, ce qui peut causer un manque de rentabilité pour pouvoir financer sa propre acquisition. Cependant, on peut également imaginer que le portage puisse être une solution lorsque le repreneur ne dispose pas des fonds propres nécessaires à l'acquisition des parts de la société. Ou encore, lorsque la société ne peut pas donner en garantie l'immobilier pour s'assurer d'obtenir le crédit d'acquisition.

#### 5.1.2. Les méthodes de séparation exploitation / immobilier

Trois méthodes sont possibles afin de séparer l'immobilier et l'exploitation : soit, céder l'intégralité des parts de la société à l'acquéreur qui cédera l'immobilier au fonds dans un deuxième temps, soit, les parts de la société au tiers qui cédera le fonds de commerce au tiers ou, enfin, scinder la société en une société d'exploitation dont les parts sont cédées à l'acquéreur et une société immobilière dont les parts seront cédées au tiers. L'objectif est de faciliter au plus les opérations pour le cédant. De ce fait, en général, dans les méthodes proposées ci-après, le fonds réalise l'ensemble des opérations lui-même.

La première méthode consisterait alors à vendre la totalité des parts de la société du cédant à l'acquéreur via l'utilisation d'un emprunt et d'un crédit-pont octroyé par le fonds. Ce crédit-pont servira à aider l'acquéreur à financer l'acquisition des parts de la société. (En pratique, il s'agit d'un crédit à court ou moyen terme qui sert à différer le paiement d'un emprunt afin de ne le payer qu'une fois une autre transaction réalisée (en immobilier, le crédit-pont permette d'obtenir un crédit pour l'acquisition d'un nouveau bien qui sera remboursable une fois le bien précédent cédé). Ensuite, en deuxième étape, la société dont les parts ont été transférées à l'acquéreur, cédera son immobilier. Le cash dégagé par la vente de l'immobilier permettra de directement rembourser le crédit pont au fonds. Dans le même temps, un contrat de bail sera proposé entre le fonds qui disposera de l'immobilier et la société devenue propriété de l'acquéreur. Le contrat sera soit un contrat de bail traditionnel ou un contrat offrant des

droits réels au locataire (droits d'emphytéose, d'usufruit, de superficie). Au bout de la période de location, la société de l'acquéreur aura la possibilité de disposer de l'immobilier via une option d'achat. On peut également prévoir un leasing immobilier afin de faciliter la reprise de l'immeuble. De ce fait, chaque loyer payé sera décompté de la valeur de rachat à terme. De plus, l'avantage d'un leasing immobilier est que le locataire pourra amortir la valeur du leasing et donc, diminuer sa base taxable.

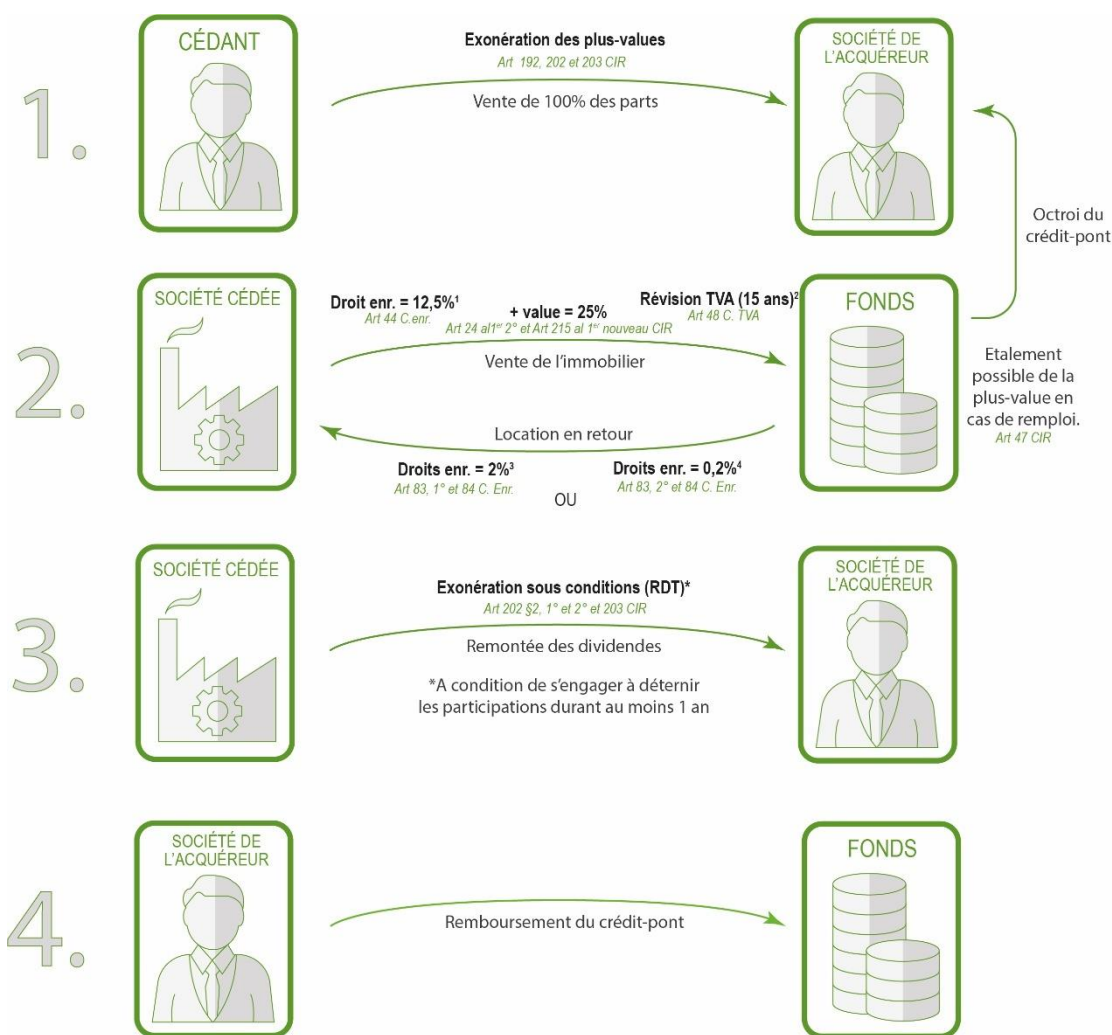


Figure 11: Méthode 1 de séparation de l'exploitation et de l'immobilier. (Source : production personnelle)

**Au niveau de la fiscalité**, les ventes des parts de la société en première étape seront exonérées d'impôt dans le chef du cédant. En deuxième étape, la vente de l'immobilier représentera une charge fiscale conséquente pour la société cédée ! Si le bâtiment a été acquis endéans 15 ans sous le régime TVA, il risquera d'y avoir une révision de la TVA (Art 48 Code de TVA) ainsi que pour les constructions et les extensions du bâtiment qui ont été réalisées. En revanche, si le bâtiment n'a pas été construit par la société ou acquis neuf, la vente sera sujette au paiement de droits d'enregistrement.

Si le bâtiment est toujours neuf au moment de la cession, on pourra vendre avec la TVA. Cependant, dans tous les cas, la plus-value réalisée sera taxée au taux d'imposition des sociétés (25%). Enfin, au niveau des droits de bail dus par le locataire, ceux-ci seront de 2% de la valeur totale des loyers ou 0,2% sur le total des canons / loyers s'il s'agit d'un droit d'emphytéose ou d'un droit de superficie. On peut également envisager une variante de cette première méthode dans laquelle le fonds se chargerait de toutes les étapes intermédiaires. Donc, le fonds acquerrait la totalité des parts de la société cédante, réaliserait la vente de l'immobilier et mettrait en place la location puis, finalement, céderait la société allégée de son immobilier à l'acquéreur final.

La seconde méthode consisterait en la vente de du fonds de commerce. Le cédant vendrait la totalité des parts de la société au fonds. Une fois la société cédée, le fonds qui possède la société, céderait le fonds de commerce à la société de l'acquéreur. Enfin, dans un troisième temps, le contrat de location serait mis en place entre la société de l'acquéreur et le fonds, nouvellement propriétaire des parts de la société devenue immobilière. Une fois de plus, en fonction des choix de l'acquéreur et les possibilités, il s'agira de choisir entre un loyer traditionnel ou un loyer offrant des droits réels sur l'immobilier.

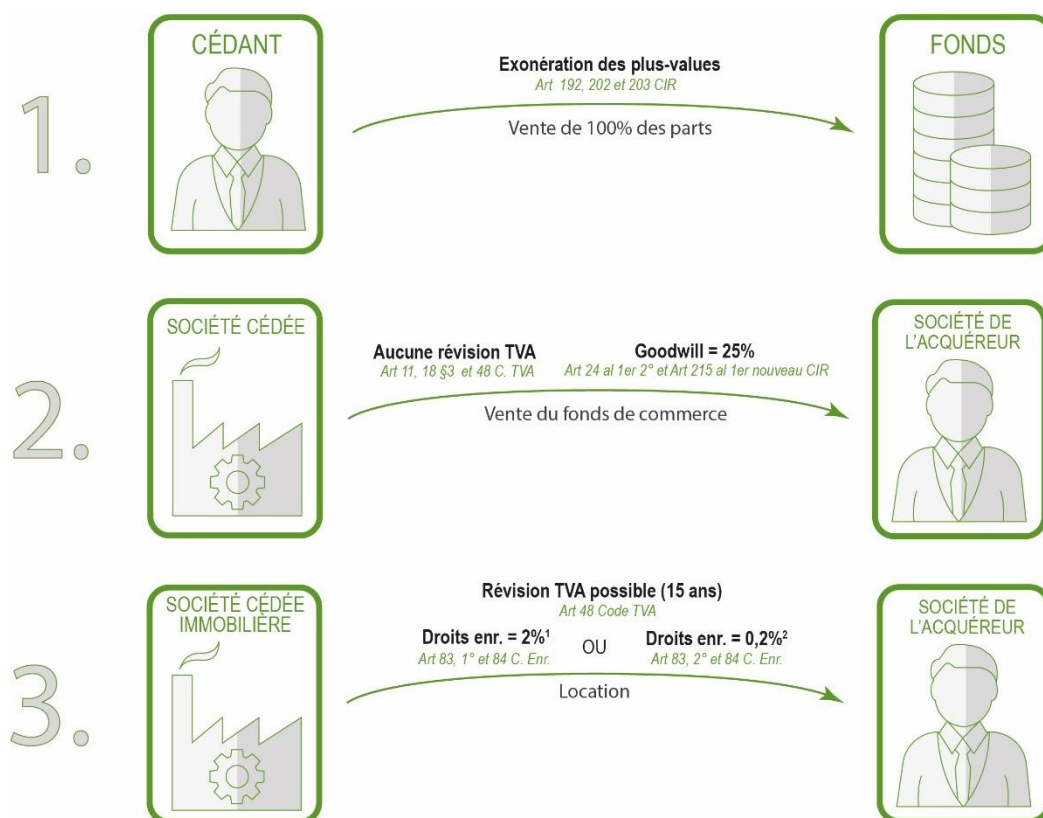


Figure 12: Méthode 2 de séparation de l'exploitation et de l'immobilier. (Source : production personnelle)

**Au niveau de la fiscalité**, la vente des parts en première étape ne produira aucune imposition dans le chef du cédant. En revanche, en seconde étape, le goodwill sera imposable, dans le chef de la société cédée, au taux de 25% suite à la vente du fonds de commerce. En revanche, l'imposition de la part de goodwill liée à la cession d'actifs corporels pourra faire l'objet d'un étalement en cas de remploi sur la durée d'amortissement des éléments acquis en remploi. De plus, l'avantage de l'acquisition d'un fonds de commerce est que cela pourra représenter un avantage fiscal pour l'acquéreur puisque celui-ci pourra réaliser des amortissements sur le fonds de commerce diminué des stocks. S'il s'agit d'une universalité de bien ou que les biens cédés avec le fonds de commerce ont été acquis plus de 5 ans auparavant, aucune révision TVA ne sera appliquée. En revanche, en troisième étape, l'immobilier changeant d'affectation, une révision TVA sur 15 ans pourra être d'application dans le chef de la société cédée. Enfin, dans cette même dernière étape, le paiement de droits de bail par le locataire sera également pris en considération au niveau de l'impact fiscal.

Enfin, la troisième méthode consisterait à une scission partielle (comme décrit à aux articles 12 :4 à 12 :8 du nouveau CSA) de la société cédante. De ce fait, les parts de la société cédante seront cédées au fonds en première étape. Ensuite, la scission partielle sera opérée par le fonds qui possède les parts de la société. En pratique, la société devra être divisée en une société d'exploitation et une société immobilière. Dans ce cas précis, on parlera de scission par absorption car la totalité des parts de la société immobilière seront intégrées à la comptabilité du fonds. Dans le même temps, le contrat de location sera mis en place entre les deux sociétés. Enfin, les parts de la société d'exploitation possédée par le fonds seront cédées à la société de l'acquéreur.

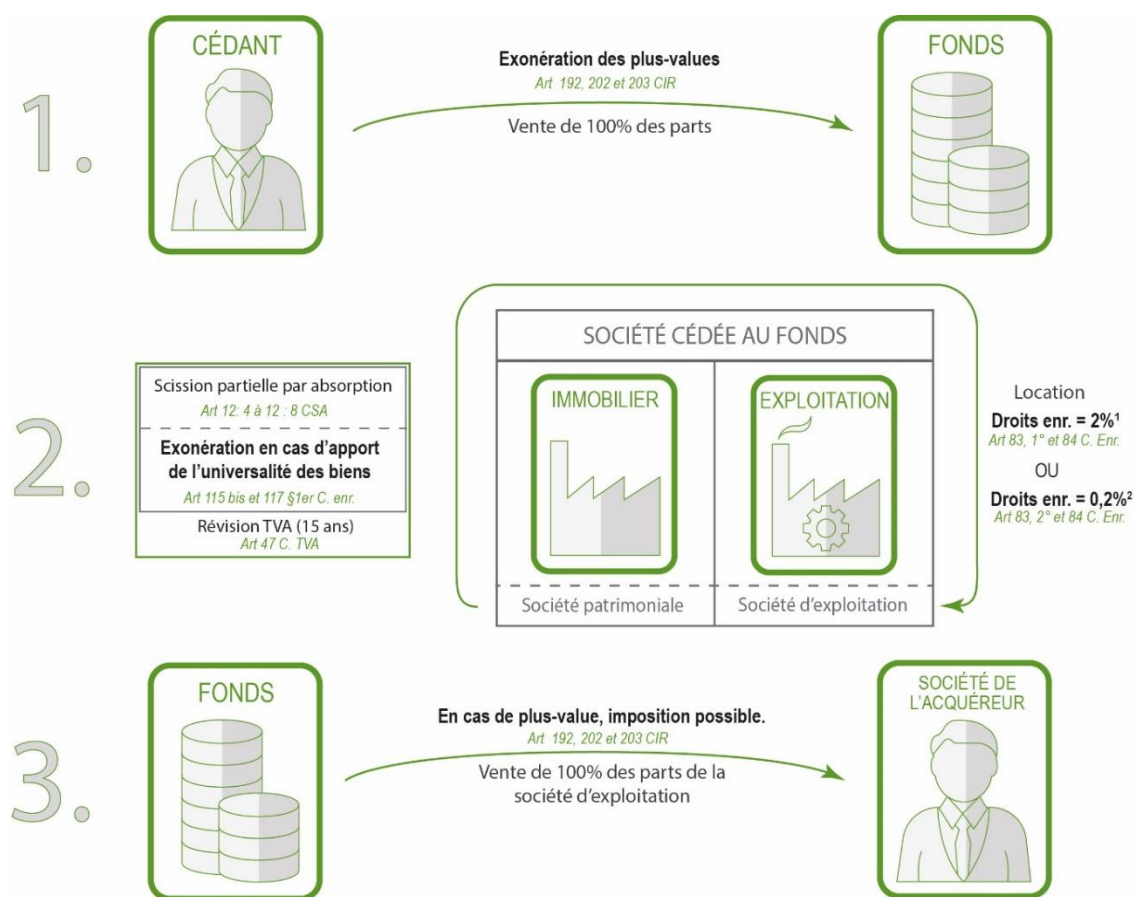


Figure 13: Méthode 3 de séparation de l'exploitation et de l'immobilier. (Source : production personnelle)

**Au niveau de la fiscalité**, la première opération ne fera toujours pas l'objet d'une imposition pour le cédant. En revanche, la seconde étape quant à elle fait l'objet d'un certain nombre de conséquences fiscales. Tout d'abord, lorsque la société sera scindée, si les parts sont autrement rémunérées que par des actifs, il y aura des droits d'enregistrements à payer sur les éléments autres que les actifs. Par exemple, si la société cédée échange des parts contre un immobilier et des dettes qui y sont afférentes, les dettes feront l'objet d'un droit d'enregistrement de 12,5% en Wallonie. Ensuite, il y aura également une révision de la TVA sur le bâtiment (s'il a été acquis sous le régime TVA moins de 15 ans auparavant) car il y aura bel et bien un changement d'affectation de celui-ci. Enfin, des droits de bail seront à payer, par le locataire, de 2 ou 0,2 % en fonction du type de contrat de bail. En troisième et dernière étape, les choses sont également un peu différentes. En principe, il n'y aura pas de plus-values à considérer lors de la cession des parts en 3<sup>ème</sup> étape car il n'y a pas de raison que les parts aient gagné en valeur aussi vite. En revanche, si, par choix, les parts ont été acquises à un prix moindre que le prix de cession à terme, une plus-value sera potentiellement imposable si les conditions de détentions des articles 202 et 203

du CIR 92 ne sont pas respectées (principalement la condition de durée minimale de détention de 1 an).

### 5.1.3. Loyer à taux bonifié et option d'achat réduite

Le portage ayant un intérêt social, certains avantages seront proposés afin d'aider la société concernée à réaliser sa transmission dans les meilleures conditions. Notamment, si la société n'a pas la capacité financière (rentabilité / EBITDA) de financer à la fois sa propre acquisition (si elle n'a pas la capacité de rembourser l'emprunt pris par la holding) et de payer un loyer de marché, le fonds pourra proposer un loyer « à taux bonifié ». De ce fait, sous réserve que l'acquéreur puisse démontrer sa capacité à redresser la rentabilité financière de la société au bout de la durée de location, la société pourra conclure un contrat avec le fonds lui permettant de disposer de son immobilier à un loyer inférieur à un loyer de marché (traditionnellement, on considère un loyer de marché entre 6 et 8 % de la valeur vénale du bâtiment). D'autre part, une autre méthode qui puisse être utilisée serait de proposer des offres d'achat réduites afin de faciliter la reprise de l'immobilier par l'acquéreur à terme.

## 5.2. Les aides à la transmission d'entreprise

Pour rappel, le principe du portage est de permettre à un acquéreur de faire supporter le coût de l'immobilier, lors de l'acquisition d'une société, par un intermédiaire, lorsque cet immeuble représente un frein majeur à la transaction. Il ne s'agit cependant pas de l'unique problème rencontré lors de transactions. Certains problèmes de financement, d'obtention de crédit, etc peuvent se présenter. Il est dès lors intéressant de s'intéresser aux autres aides offertes car celles-ci pourraient être complémentaires avec la mise en place d'un portage immobilier.

### 5.2.1. Le levier fiscal

Cette solution a été proposée lors d'une réunion au sein de l'UPIC (Union Professionnelle des Intermédiaire en Cession d'entreprise). Bien que celle-ci ne permette pas de supprimer le problème dans les cas d'un coût d'acquisition important, elle permettrait de réduire la charge fiscale lors de l'acquisition d'un immobilier de société. Autrement dit, l'objectif est de faciliter les montages immobiliers en supprimant ou en allégeant les droits d'enregistrement (12,5% en Wallonie et à Bruxelles, et 10% en Flandres), à condition que le montage ait un objectif clair de permettre une

transmission d'entreprise. Ce principe pourrait avoir un intérêt complémentaire avec le principe du portage immobilier. Cependant, ce type de montage aurait pour finalité d'alléger la charge fiscale plus que de permettre une transmission par la réduction du coût direct de la transmission.

### 5.2.2. Le « Sale and Lease-back »

Ce principe a pour objectif de faire un montage sensiblement semblable à celui du portage immobilier comme défini ci-dessus.

Le Sale and Lease-Back a pour principe de proposer aux sociétés de vendre leur immobilier à une autre société qui va, dans la foulée, lui être reloué (via un leasing). Le but est que la société qui cède l'immobilier puisse continuer d'en disposer tout en récupérant des liquidités. De ce fait, cette-dernière pourra réaliser des investissements, réduire son endettement, etc. Ici, la durée est généralement comprise entre 15 et 20 ans à cause du possible problématique de la révision TVA. En fonction de l'âge du bâtiment, les conséquences fiscales seront différentes.

S'il s'agit d'un bâtiment neuf au regard de la loi (un bâtiment est réputé neuf *jusqu'au 31 Décembre de la deuxième année qui suit celle au cours de laquelle a lieu la première occupation ou la première utilisation de ce bâtiment*<sup>15</sup>), la transaction se déroulera sous le régime TVA. Autrement dit, lors de la cession du droit réel (vente, usufruit, emphytéose, etc) à la société de leasing, celle-ci pourra récupérer la TVA, ensuite, lors du paiement des loyers, la société locatrice pourra déduire également cette TVA. En revanche si le bâtiment n'est pas neuf, il y aura deux conséquences : tout d'abord il faudra payer les droits d'enregistrement mais le bâtiment pourra également faire l'objet d'une révision TVA comme expliqué précédemment. Cependant cette seconde conséquence n'a plus réellement lieu d'être. En effet; la Cour de Justice s'est prononcée sur le traitement de la TVA dans de tel cas ([Arrêt de la Cour du 27 Mars 2019 – Mydibel SA / Etat Belge](#)). Il en est ressorti qu'une opération de Sale and Lease-Back a avant tout vocation de financement et, de ce fait, les conséquences au niveau de la TVA ne doivent pas être prises en compte. Les révisions TVA sont donc annulées pour ce type d'opération. Rien n'empêche en revanche le paiement des droits d'enregistrement / droits de mutation lors de la vente de l'immobilier ou de droits de bail (2% du total des loyers prévus par le contrat) en cas de location. L'avantage

---

<sup>15</sup> Art 8 §1<sup>er</sup> Code TVA

d'une telle méthode est qu'elle permet l'amélioration tant de la liquidité que de la solvabilité de la société. Cependant, il faut aussi signaler que seule une partie de la valeur du bien est payée. En réalité, une société de Sale and Lease Back va tenter de mitiger le risque qu'il prend que la société ne puisse pas payer les loyers ou reprendre son immobilier à terme en ne payant qu'un pourcentage de la valeur. Dans la pratique, on parlera d'une décote qui peut aller jusqu'à 50%.

Par exemple dans le cas du menuisier, celui-ci risque de ne percevoir que 425.000 € des 850.000 € que vaut le bâtiment.

#### 5.2.2.1. Une variante le « Sale and Rent Back »

La principale différence avec la méthode du sale and lease-back est comptable. Dans le cas d'un Sale and Lease Back, le leasing est repris au bilan afin de pouvoir l'amortir (on-balance lease). Dans le Sale and Rent Back, le leasing n'est pas repris au bilan mais au compte de résultat (off-balance lease) dans les « services et biens divers » en tant que loyers.

#### 5.2.3. Les aides publiques

Compte-tenu du coût pour l'acquisition d'une société, certaines aides publiques ont été mises en place. Celles-ci ne représentent pas une réelle méthode d'acquisition, en substitution au portage immobilier, mais il paraît judicieux d'en discuter dans ce mémoire car elles peuvent faire partie intégrante du processus d'acquisition.

##### 5.2.3.1. Le cofinancement de la SOWALFIN

La SOWALFIN est une société wallonne d'intérêt publique. Elle vise avant tout à aider et soutenir les PME dans les différents moments de leur vie. Celle-ci propose diverses aides pour ces PME comme le cofinancement d'une acquisition. Ce cofinancement est un prêt subordonné, complémentaire à un crédit bancaire, avec un taux d'intérêt plus avantageux. En pratique, il s'agit donc d'un prêt entre 25.000€ et 500.000€, sous certaines conditions, liée à un prêt bancaire. Le taux d'intérêt est de 2% de moins que le taux bancaire. L'avantage est également qu'aucune garantie ne sera demandée.

##### 5.2.3.2. Les garanties SOWALFIN

Outre les prêts que la SOWALFIN accorde, elle accorde aussi des garanties dans l'hypothèse que certaines PME ne disposent pas des sûretés demandées par les banques. Deux formes de garanties sont proposées par la SOWALFIN. Premièrement,



la garantie partielle et supplétive. Celle-ci concerne entre-autre chose les garanties nécessaires lors d'emprunt bancaire à des fins de reprise de société. Elle couvre jusqu'à 75% du montant emprunté. Ensuite, la garantie « en tête ». Cette seconde garantie ne concerne que des investissements en immobilier et mobilier.

#### 5.2.3.3. Les « invests »

Dans certains cas également, il peut être intéressant de rentrer en contact avec les « Invests ». Il s'agit d'organismes d'investissements en partie publiques et en partie privés. Ils auront la possibilité d'investir sur base du plan financier dans la société à reprendre et/ou d'octroyer un financement. En Wallonie, il en existe 9 : « [Wapinvest](#) » à Ath, « [IMBC](#) » à Mons, « [Nivelinvest](#) » à Louvain-la-Neuve, « [Sambrinvest](#) » à Gosselies, « [Namurinvest](#) » à Namur, « [Noshag](#) » à Liège, « [Obi](#) » à Eupen, « [Capital et Croissance](#) » à Marche et « [Luxpme](#) » à Arlon.

#### 5.2.4. Conclusion

On remarque que le portage immobilier est relativement semblable à un principe de « sale and lease back » si ce n'est que la raison principale de cette seconde méthode est de procurer des liquidités à des sociétés en difficultés. Les aides publiques, le levier fiscal et la scission partielle quant à elles sont des méthodes permettant de faciliter la sortie de l'immobilier et la transmission de l'entreprise. En réalité, aucune de ces méthodes n'est obligatoirement exclusive. On peut très bien imaginer une solution couplant plusieurs de ces méthodes existantes.

## Chapitre 6. Application pratique des solutions

---

### 6.1. Rappel des informations importantes du cas

Comme expliqué précédemment, afin de donner un aspect plus concret à ce mémoire, j'ai fait le choix de prendre un cas réel présenté au premier chapitre. Pour rappel, en voici les éléments essentiels :

Le cas considéré est celui d'un menuisier employant 10 personnes en région wallonne. La société réalise un chiffre d'affaires de l'ordre de 1.050.000 € avec une rentabilité (EBITDA) de 120.964 €. Elle dispose de son propre immobilier d'une valeur résiduelle de 288.426€ dont la valeur vénale est de 850.000 €, soit une plus-value brute de 561.574€. Les dettes financières qui y sont afférentes représentent 57.500 € à long-terme et 40.000 € à court-terme. En considérant un loyer de 7% de la valeur vénale du bâtiment, on obtient un paiement annuel de 59.500 €. (Voir annexes 1 à 4) Un acquéreur s'est manifesté. Il s'agit d'une personne avec un profil technique (un menuisier). Cette personne dispose d'un apport personnel de 50.000€. Sur base des méthodes de l'actif net corrigé et des multiples ainsi que suite à des discussions avec le cédant, on estime une valeur de 850.000 € pour l'acquisition de 100% des parts de la société à céder (voir chapitre 3). Je prends également l'hypothèse que le cédant souhaite vendre la totalité de ses parts en une fois.

## 6.2. Reprise sans application du portage immobilier

En général, on utilisera un mécanisme très simple (expliqué dans le chapitre 2). Il s'agit du rachat des parts par une société holding (dont la seule fonction est de détenir des participations financières) en s'endettant. Par hypothèse, le remboursement de l'emprunt se fait par la remontée de dividendes pour rembourser le principal et par le paiement de *management fees* pour payer les intérêts liés à cet emprunt. En annexe 6 se trouve les comptes prévisionnels de la société d'exploitation dans le cas de l'acquisition des parts par une société holding lorsqu'on utilise un emprunt sur 7 ans. Ces comptes prévisionnels sont destinés à évaluer la capacité de la société d'exploitation à assumer sa propre acquisition. J'ai donc évalué que, pour disposer d'une rentabilité positive et suffisante, il faut au moins que l'acquéreur apporte 450.000 € pour que la société puisse assumer l'emprunt sans trop de problèmes. Le reste est financé par un crédit à 7 ans à un taux de 2% (annuité constante de 61.804,78€).

On peut également faire le même exercice sur une période de 10 ans plutôt que 7. Dans ce cas, on a la possibilité de réduire l'apport personnel de l'acquéreur à 250.000 € en empruntant 600.000 € sur 10 ans au taux de 2% (annuité constante de 66.795,92 €).

|                        | Apport personnel | Emprunt   |
|------------------------|------------------|-----------|
| Financement sur 7 ans  | 450.000 €        | 400.000 € |
| Financement sur 10 ans | 250.000 €        | 600.000 € |

Tableau 16: Récapitulatif des financements avec les méthodes traditionnelles. (Source : production personnelle)

Malheureusement, l'apport de l'acquéreur décrit ci-dessus est en-deçà des apports minimums nécessaires pour reprendre la société telle qu'elle est actuellement. Cependant, la transaction a le mérite de laisser l'immobilier au sein de la société ce qui lui permettra de profiter des avantages précédemment explicités.

## 6.3. Reprise avec application du portage immobilier

Afin de tester l'intérêt d'un mécanisme de portage immobilier, j'ai séparé l'immobilier de l'exploitation via les trois méthodes décrites précédemment et j'ai analysé les avantages et inconvénients de chaque méthode d'un point de vue économique (conséquences sur les sommes perçues et payées pour chaque personne) et fiscal.

### 6.3.1. Séparation avec la méthode 1

Tout d'abord lorsqu'on utilise la première méthode, à savoir, la vente de l'immobilier, on peut diviser la cession en 3 étapes (voir tableau ci-dessous). En étape 1, on va sortir l'immobilier des comptes on va donc diminuer les immobilisations corporelles de 288.426 € (soit la valeur résiduelle de l'immobilier). Dans le même temps, on aura une augmentation des liquidités en actif grâce à la vente de l'immeuble (au prix de 850.000 €) et en passif, une augmentation du bénéfice reporté de l'année (la valeur prise en considération est ici la plus-value nette réalisée par le fonds lors de la vente). Dans un deuxième temps, l'étape 2, consistera à rembourser la totalité des dettes afférentes à l'immobilier soit, 57.500 € de dettes long terme et 40.000 € de dettes court terme payées par une sortie de cash de 97.500 €. Il faudra enfin, en dernière étape, rembourser le crédit-pont octroyé par le fonds de 550.000 € par une utilisation des réserves, d'une réduction de capital de l'ordre de 150.000 €, enfin une utilisation du bénéfice reporté de l'ordre de 350.000 €. En termes de valeur, on obtient donc un prix pour la société, après cession de l'immobilier, de l'ordre de 852.709 €, en tenant compte des fonds propres de 692.709 € et d'un goodwill brut de 160.000 €. Ce prix sera payé par l'acquéreur au cédant.

| Bilan  | Bilan de départ | Etape 1  | Etape 2 | Bilan intermédiaire | Etape 3  | Bilan d'arrivée |
|--|-----------------|----------|---------|---------------------|----------|-----------------|
| IMMOBILISE                                       | 445.794         | -288.426 | 0       | 157.368             | 0        | 157.368         |
| <i>Frais d'établissement</i>                     | 0               | 0        | 0       | 0                   | 0        | 0               |
| <i>Immobilisations incorporelles</i>             | 9.911           | 0        | 0       | 9.911               | 0        | 9.911           |
| <i>Immobilisations corporelles</i>               | 434.702         | -288.426 | 0       | 146.277             | 0        | 146.277         |
| <i>Immobilisations financières</i>               | 1.181           | 0        | 0       | 1.181               | 0        | 1.181           |
| ACTIFS CIRCULANTS                                | 194.262         | 709.606  | -97.500 | 806.368             | -550.000 | 256.368         |
| <i>Créances à plus d'un an</i>                   | 0               | 0        | 0       | 0                   | 0        | 0               |
| <i>Stocks et commandes en cours</i>              | 90.642          | 0        | 0       | 90.642              | 0        | 90.642          |
| <i>Créances à un an au plus</i>                  | 34.154          | 0        | 0       | 34.154              | 0        | 34.154          |
| <i>Placements de trésorerie</i>                  | 0               | 0        | 0       | 0                   | 0        | 0               |
| <i>Valeurs disponibles</i>                       | 64.120          | 709.606  | -97.500 | 676.226             | -550.000 | 126.226         |
| <i>Comptes de régularisation</i>                 | 5.347           | 0        | 0       | 5.347               | 0        | 5.347           |
| TOTAL DE L'ACTIF                                 | 640.056         | 421.181  | -97.500 | 963.736             | -550.000 | 413.736         |
| FONDS PROPRES                                    | 271.528         | 421.181  | 0       | 692.709             | -550.000 | 142.709         |
| <i>Capital</i>                                   | 207.600         | 0        | 0       | 207.600             | -150.000 | 57.600          |
| <i>Primes d'émission</i>                         | 0               | 0        | 0       | 0                   | 0        | 0               |
| <i>Plus-values de réévaluation</i>               | 0               | 0        | 0       | 0                   | 0        | 0               |
| <i>Réserves</i>                                  | 50.789          | 0        | 0       | 50.789              | -50.000  | 789             |
| <i>Bénéfice (perte) reporté(e)</i>               | 13.140          | 421.181  | 0       | 434.320             | -350.000 | 84.320          |
| <i>Subsides en capital</i>                       | 0               | 0        | 0       | 0                   | 0        | 0               |
| PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES               | 0               | 0        | 0       | 0                   | 0        | 0               |
| DETTES   | 368.527         | 0        | -97.500 | 271.027             | 0        | 271.027         |
| <i>Dettes à plus d'un an</i>                     | 183.482         | 0        | -57.500 | 125.982             | 0        | 125.982         |
| <i>Dettes à un an au plus</i>                    | 92.386          | 0        | -40.000 | 52.386              | 0        | 52.386          |
| <i>Dettes commerciales, salariales, fiscales</i> | 92.590          | 0        | 0       | 92.590              | 0        | 92.590          |
| <i>Comptes de régularisation</i>                 | 69              | 0        | 0       | 69                  | 0        | 69              |
| TOTAL DU PASSIF                                  | 640.056         | 421.181  | -97.500 | 963.736             | -550.000 | 413.736         |

Tableau 17: Sortie de l'immobilier via la première méthode de séparation exploitation/immobilier. (Source : production personnelle)

Ensuite, il est essentiel de vérifier le montant à apporter par l'acquéreur afin qu'il puisse acheter les parts de la société. De ce fait, en annexe 9, se trouvent 3 tableaux représentant les simulations du compte de résultat pour la société acquise et le compte de résultat et le bilan de sa holding lorsqu'elle rembourse l'emprunt (emprunt bancaire de 250.000 € et un crédit-pont de 550.000 €), s'acquitte d'un loyer (par hypothèse 7%, soit 59.500 €) et avec, comme contrainte, un apport de 50.000 €. La première méthode consiste en la vente de l'immobilier. J'ai donc retiré de la totalité des immobilisations corporelles, la valeur résiduelle de cet immobilier ainsi que diminué les amortissements annuels dont le total de 100.043 € était composé de 22.799 € relatifs au bâtiment. La vente ayant rapporté du cash à la société, un produit exceptionnel, équivalant à la plus-value brute sur la vente de l'immeuble, a été comptabilisé dans les comptes de la société d'exploitation ainsi que la taxation de cette plus-value en une fois (on considère que la société n'utilise pas cette plus-value afin de réaliser de nouveaux investissements). La société holding ne percevant aucun revenu par définition mais étant également chargée de rembourser les différents emprunts, c'est la société d'exploitation qui, indirectement remboursera ces emprunts. Pour ce faire, la société d'exploitation paiera des « Management Fees », indiqués dans le poste « Facturation holding » dans le compte de résultat de la société d'exploitation, afin de permettre à la holding de rembourser les intérêts de l'emprunt. D'autre part, l'exploitation versera des dividendes à hauteur de la partie court terme de l'emprunt à rembourser. On remarque que, malgré le remboursement conséquent du crédit-pont en première année, la société réussit parfaitement à assumer son emprunt et un loyer de 7%, le tout en permettant à l'acquéreur ne disposant que de 50.000€ d'apport d'acquérir les parts de la société.

| Méthode 1           | Acquéreur   | Cédant      | Société cédée               | Fonds       |
|---------------------|-------------|-------------|-----------------------------|-------------|
| Prix perçu/payé     | - 852.709 € | + 852.709 € | 0 €                         | - 850.000 € |
| Les impacts fiscaux | 0 €         | 0 €         | - 191.326,30 € <sup>1</sup> | -127.500 €  |

<sup>1</sup> Dont 140.393 € de plus-value imposable, 42.602,80 € de révision TVA et 8.330 € de droits de bail.

*Tableau 18: Tableau récapitulatif des conséquences fiscales et économiques de la méthode 1. (Source : production personnelle)*

Comme montré dans le tableau ci-dessus, au niveau économique, le cédant perçoit en une fois la totalité de la valeur de sa société. Cette somme est apportée par l'acquéreur (dont 50.000 € d'apport personnel, 250.000 € d'emprunt bancaire et 550.000 € de crédit-pont). Le fonds, quant à lui, s'acquitte de la valeur de l'immobilier. Au niveau de l'impact fiscal, la plus-value réalisée lors de la vente de l'immeuble par

la société cédée sera taxée pour 140.393 €. Selon l'article 47 du CIR, cette plus-value pourra être étalée en cas de remploi de celle-ci dans de nouveaux biens d'investissement.

Du point de vue de la TVA, le changement d'affectation de l'immeuble (l'utilité du bien devient de générer une rentabilité grâce à la perception des loyers) entrainera une révision de la TVA pour 42.602, 80€.

| ANNÉE<br>D'ACQUISITION | ANNÉE<br>D'ACQUISITION | NBRE D'ANNÉES<br>RESTANTES | PRIX<br>D'ACQUISITION | TVA       | RÉVISION<br>TVA |
|------------------------|------------------------|----------------------------|-----------------------|-----------|-----------------|
| Construction           | 2011                   | 6                          | 12.395,00             | 2.603     | 1.041,18        |
| Extension de bâtiment  | 2011                   | 6                          | 2.730,00              | 573       | 229,32          |
| Extension de bâtiment  | 2013                   | 8                          | 284.862,71            | 59.821    | 31.904,62       |
| Extension de bâtiment  | 2014                   | 9                          | 48.793,03             | 10.247    | 6.147,92        |
| Extension de bâtiment  | 2015                   | 10                         | 23.426,83             | 4.920     | 3.279,76        |
|                        |                        |                            | 372.207,57            | 78.163,59 | 42.602,80       |

Tableau 19: Calcul de l'impact de la révision TVA lors du changement d'affectation de l'immobilier. (Source : production personnelle)

La société cédée devra également payer les droits de bail de 8.330 €. Enfin, le fonds devra, quant à lui, s'acquitter des droits d'enregistrement de 12,5% (auxquels viennent s'ajouter les frais de notaire). Cependant, si la société cédante dispose de pertes fiscales reportables, il pourrait être intéressant de faire supporter cette charge fiscale par cette dernière qui aura la possibilité de neutraliser l'impact fiscal des droits d'enregistrement.

### 6.3.2. Séparation avec la méthode 2

La seconde méthode consistait à céder le fonds de commerce à la société de l'acquéreur. Avec cette deuxième méthode, l'acquéreur apporte 50.000€ et réalise un emprunt bancaire pour 410.000€ (En pratique, ça ne serait probablement pas accepté car les banques demandent généralement 30% d'apport ou des garanties plus importantes. Cependant, on pourrait imaginer une nouvelle aide financière du fonds permettant à l'acquéreur d'atteindre les 30%). A la page 58 se trouve les 4 étapes prises en compte pour la réalisation de l'opération. Tout d'abord, on vend les actifs du fonds de commerce. On sort donc l'ensemble des immobilisations incorporelles (logiciels) et les immobilisations corporelles autres que l'immeuble. On vend également les stocks et les commandes en cours d'exécution. Cela permet de dégager 246.829€ de liquidités. Ensuite, on réalise les autres éléments de l'actif qui ne rentrent pas dans l'estimation du fonds de commerce, à savoir, les créances, les immobilisations financières, les comptes de régularisation. En troisième étape, on va rembourser l'ensemble des dettes d'exploitation. Jusqu'ici le fonds de commerce a été cédé à sa valeur comptable. Pour permettre d'obtenir une valeur finale des parts de la société immobilière de 850.000€, on peut évaluer un goodwill de 160.000 € brut ce qui viendra faire augmenter les capitaux propres de la société devenue immobilière. En annexe 11, j'ai réalisé un nouveau tableau représentant les prévisions concernant le compte de résultat de la société de l'acquéreur (on suppose que, l'acquéreur étant dans le même domaine d'activité, les comptes de sa société et de la société cédante sont semblables). A l'actif du bilan de la société acquéreur se retrouve alors les différents éléments du fonds de commerce qui ont été acquis. Une fois de plus, on remarque qu'avec la méthode de financement choisie, la société dispose d'une capacité financière suffisante pour acquérir le fonds de commerce de la société cédante. Dans ce second cas, c'est la société de l'acquéreur qui va s'endetter directement. Pour l'achat d'un fonds de commerce, le mécanisme de la holding n'a pas d'intérêt. Ainsi, il faudra également s'intéresser à la capacité de remboursement de cette dernière.



| CAPACITE DE REMBOURSEMENT   | 2019 | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    |
|-----------------------------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Cash-flow nets              | 0    | 132.100 | 132.927 | 133.771 | 134.632 | 135.510 | 136.405 | 137.319 | 138.250 |
| - Remboursements en capital | 0    | -55.150 | -56.253 | -57.378 | -58.526 | -59.696 | -60.890 | -62.108 | 0       |
| Cash-flow libres            | 0    | 76.950  | 76.675  | 76.393  | 76.106  | 75.814  | 75.515  | 75.211  | 138.250 |

Tableau 20: Tableau d'analyse de la capacité de remboursement de la société de l'acquéreur. (Source : production personnelle)

Dans le tableau ci-dessus, on reprend les cash-flows nets, autrement dit, le résultat après impôt auquel on ajoute les amortissements (puisqu'il s'agit de charges non-décaissées). On va ensuite retrancher le remboursement de l'emprunt à ces cash-flows. Dans le cas de la société de l'acquéreur, on voit qu'elle n'a aucune difficulté à rembourser l'emprunt.

| Méthode 2           | Acquéreur   | Cédant      | Société cédée | Fonds       |
|---------------------|-------------|-------------|---------------|-------------|
| Prix perçu/payé     | - 460.000 € | + 852.709 € | 0 €           | - 852.709 € |
| Les impacts fiscaux | + 115.040 € | 0 €         | - 95.935 €    | - 5.950 €   |

Tableau 21: Tableau récapitulatif des conséquences fiscales et économiques de la méthode 2. (Source : production personnelle)

Dans le tableau ci-dessus, on remarque une fois de plus qu'avec les méthodes de financement et de séparation exploitation/immobilier choisies, le gérant obtient la totalité de la valeur de sa société en une seule fois. Bien que le fonds s'acquitte de ce prix, il percevra la valeur du fonds de commerce de 460.000 €. Du point de vue de la fiscalité, l'acquéreur disposera d'un avantage fiscal lié à l'amortissement du fonds de commerce acquis, de l'ordre de 92.380€.

| Eléments sujets à l'avantage fiscal = | TAUX D'IMPÔT | DÉDUCTIBILITÉ PAR ANNÉE | AVANTAGE FISCAL PAR ANNÉE |
|---------------------------------------|--------------|-------------------------|---------------------------|
| 460.163 € (FDC) - 90.642              | 25%          | 20%                     | 18.476 €                  |
| € (stocks)                            | 25%          | 20%                     | 18.476 €                  |
| = 369.521 €                           | 25%          | 20%                     | 18.476 €                  |
| Avantage fiscal =                     | 25%          | 20%                     | 18.476 €                  |
| 369.521 € * 25%                       | 25%          | 20%                     | 18.476 €                  |
| = 92.380 €                            |              |                         | 92.380 €                  |

Tableau 22: Calcul de l'avantage fiscal lié à l'amortissement du fonds de commerce. (Source : production personnelle)

Il devra tout de même payer les droits de bail sur les loyers. La société cédée, quant à elle, sera imposée sur le goodwill perçu. Cependant, elle aura la possibilité d'étaler cette taxation sur 5 années sur la partie du goodwill liée à des immobilisations corporelles. De plus, l'immobilier risquera également de subir une révision TVA car celui-ci change d'affectation. La cession du fonds de commerce ne fera quant à elle pas l'objet d'une révision TVA s'il s'agit d'une cession d'une « universalité de biens ou d'une branche d'activité » (Art 11 et 18 Code de TVA).

| Bilan  | Bilan de départ | Etape 1  | Etape 2 | Etape 3  | Société Immobilière | Etape 4 | Bilan d'arrivée |
|--|-----------------|----------|---------|----------|---------------------|---------|-----------------|
| IMMOBILISE                                       | 445.794         | -156.188 | -1.181  | 0        | 288.426             | 0       | 288.426         |
| <i>Frais d'établissement</i>                     | 0               | 0        | 0       | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| <i>Immobilisations incorporelles</i>             | 9.911           | -9.911   | 0       | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| <i>Immobilisations corporelles</i>               | 434.702         | -146.277 | 0       | 0        | 288.426             | 0       | 288.426         |
| <i>Immobilisations financières</i>               | 1.181           | 0        | -1.181  | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| ACTIFS CIRCULANTS                                | 194.262         | 156.188  | 1.181   | -178.368 | 173.262             | 160.000 | 333.262         |
| <i>Créances à plus d'un an</i>                   | 0               | 0        | 0       | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| <i>Stocks et commandes en cours</i>              | 90.642          | -90.642  | 0       | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| <i>Créances à un an au plus</i>                  | 34.154          | 0        | -34.154 | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| <i>Placements de trésorerie</i>                  | 0               | 0        | 0       | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| <i>Valeurs disponibles</i>                       | 64.120          | 246.829  | 40.681  | -178.368 | 173.262             | 160.000 | 333.262         |
| <i>Comptes de régularisation</i>                 | 5.347           | 0        | -5.347  | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| TOTAL DE L'ACTIF                                 | 640.056         | 0        | 0       | -178.368 | 461.687             | 160.000 | 671.687         |
| FONDS PROPRES                                    | 271.528         | 0        | 0       | 0        | 271.528             | 160.000 | 431.528         |
| <i>Capital</i>                                   | 207.600         | 0        | 0       | 0        | 207.600             | 0       | 207.600         |
| <i>Primes d'émission</i>                         | 0               | 0        | 0       | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| <i>Plus-values de réévaluation</i>               | 0               | 0        | 0       | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| <i>Réserves</i>                                  | 50.789          | 0        | 0       | 0        | 50.789              | 0       | 50.789          |
| <i>Bénéfice (perte) reporté(e)</i>               | 13.140          | 0        | 0       | 0        | 13.140              | 160.000 | 173.140         |
| <i>Subsides en capital</i>                       | 0               | 0        | 0       | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES               | 0               | 0        | 0       | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| DETTES   | 368.527         | 0        | 0       | -178.368 | 190.159             | 0       | 190.159         |
| <i>Dettes à plus d'un an</i>                     | 183.482         | 0        | 0       | -125.982 | 57.500              | 0       | 57.500          |
| <i>Dettes à un an au plus</i>                    | 92.386          | 0        | 0       | -52.386  | 40.000              | 0       | 40.000          |
| <i>Dettes commerciales, salariales, fiscales</i> | 92.590          | 0        | 0       | 0        | 92.590              | 0       | 92.590          |
| <i>Comptes de régularisation</i>                 | 69              | 0        | 0       | 0        | 69                  | 0       | 69              |
| TOTAL DU PASSIF                                  | 640.056         | 0        | 0       | -178.368 | 461.687             | 160.000 | 621.687         |

Tableau 23: Sortie de l'immobilier sous la seconde méthode de séparation exploitation/immobilier. (Source : production personnelle)

### 6.3.3. Séparation avec la méthode 3.

La troisième méthode concernait l'utilisation du principe de scission partielle afin de séparer la société en 2 sociétés distinctes. Deux types de scission existent : la scission par constitution et par absorption. Dans notre cas, la méthode utilisée sera la scission par absorption. De ce fait, l'intégralité de la société patrimoniale sera intégrée au patrimoine du fonds (actifs et passifs).

Ci-après se trouve la séparation du bilan et du compte de résultat de la société entre les actifs et passifs liés à la société patrimoniale et à la société d'exploitation. De plus, on retrouve les différentes transactions « interco » (i.e. les transactions réalisées entre la société d'exploitation et la société immobilière) dans le compte de résultat à savoir, le paiement des loyers en « biens et services divers » dans la société d'exploitation et en « chiffre d'affaires » pour la société patrimoniale. En valorisant les deux sociétés, on obtient une valeur de 612.106 € pour la société patrimoniale (valeur des fonds propres de 190.926 € auxquels on ajoute la plus-value nette obtenue par la différence entre la valeur vénale et la valeur comptable diminuée de l'impôt, soit 421.181 €) et de 240.000 € pour l'exploitation (fonds propres de 80.603 € auxquels on ajoute un goodwill de 160.000 €) afin d'obtenir une somme totale de 852.709 € pour les deux sociétés. Comme pour les 2 autres cas, il était nécessaire de regarder la faisabilité pour la société d'exploitation d'assumer sa propre acquisition. En annexe 13, se trouvent les 3 tableaux présentant les comptes de résultat prospectifs de la holding et de la société, et le bilan de la holding. Par hypothèse, l'apport personnel de l'acquéreur est de 50.000 € (une fois de plus, il est possible que les banques exigent un apport minimal de 30%, de ce fait, le fonds pourrait aider à compléter cet apport) et l'emprunt équivaut à 190.000 €. On remarque facilement que la société d'exploitation n'a aucune difficulté à assumer le loyer (59.500 € qui se retrouvent dans les « Biens et services divers ») et l'emprunt puisque la rentabilité après impôts de la société reste relativement stable sur la période de remboursement (environ 40.000 € de résultat net).

| Méthode 3           | Acquéreur  | Cédant      | Société cédée | Fonds          |
|---------------------|------------|-------------|---------------|----------------|
| Prix perçu/payé     | -240.000 € | + 852.709 € | 0 €           | - 852.709 €    |
| Les impacts fiscaux | 0 €        | 0 €         | - 8.330 €     | - 54.789 € + ? |

Tableau 24: Tableau récapitulatif des conséquences fiscales et économiques de la méthode 3. (Source : production personnelle)

Du point de vue des prix payés, comme pour les autres méthodes, le cédant perçoit la totalité de la valeur de sa société en une fois. L'acquéreur quant à lui acquiert à un coût réduit l'exploitation puisqu'il ne doit financer plus qu'un quart de la valeur totale. Le fonds perçoit d'ailleurs cette somme de 240.000 € suite à la cession de l'exploitation. En ce qui concerne la fiscalité, la société d'exploitation cédée devra s'acquitter des droits de bail de 8.330€.

C'est le fonds qui subira les plus gros impacts fiscaux. Tout d'abord, lorsque la scission est réalisée, celle-ci n'est pas neutre fiscalement. En effet, la société patrimoniale donne des parts en échange d'autre chose qu'un actif (ici, la société d'exploitation donne l'immobilier mais aussi les dettes qui y sont liées en échange de parts), le droit d'enregistrement de 12,5% viendra frapper ces autres éléments. Dans notre cas, le fonds, puisque la nouvelle société est directement absorbée par ce dernier, reçoit l'immobilier et les dettes. Ces dettes seront donc taxées au taux de 12,5% soit 12.187,50€. De plus, lorsque la société patrimoniale mettra en location l'immobilier, celle-ci sera susceptible de devoir payer une révision sur la TVA (42.602,80€). Enfin, lorsque le fonds cédera les parts de la société d'exploitation qu'il détient, il sera susceptible d'être imposé sur la plus-value potentielle qu'il pourrait réaliser car il ne respectera pas les conditions d'exonération des plus-values sur actions indiquées aux articles 202 et 203 du CIR.

| Bilan  | Bilan de départ | Société Immobilière | Société Exploitation |
|--|-----------------|---------------------|----------------------|
| IMMOBILISE                                       | 445.794         | 288.426             | 157.368              |
| <i>Frais d'établissement</i>                     | 0               | 0                   | 0                    |
| <i>Immobilisations incorporelles</i>             | 9.911           | 0                   | 9.911                |
| <i>Immobilisations corporelles</i>               | 434.702         | 288.426             | 146.277              |
| <i>Immobilisations financières</i>               | 1.181           | 0                   | 1.181                |
| ACTIFS CIRCULANTS                                | 194.262         | 0                   | 194.262              |
| <i>Créances à plus d'un an</i>                   | 0               | 0                   | 0                    |
| <i>Stocks et commandes en cours</i>              | 90.642          | 0                   | 90.642               |
| <i>Créances à un an au plus</i>                  | 34.154          | 0                   | 34.154               |
| <i>Placements de trésorerie</i>                  | 0               | 0                   | 0                    |
| <i>Valeurs disponibles</i>                       | 64.120          | 0                   | 64.120               |
| <i>Comptes de régularisation</i>                 | 5.347           | 0                   | 5.347                |
| TOTAL DE L'ACTIF                                 | 640.056         | 288.426             | 351.630              |
| FONDS PROPRES                                    | 271.528         | 190.926             | 80.603               |
| <i>Capital</i>                                   | 207.600         | 190.926             | 16.674               |
| <i>Primes d'émission</i>                         | 0               | 0                   | 0                    |
| <i>Plus-values de réévaluation</i>               | 0               | 0                   | 0                    |
| <i>Réserves</i>                                  | 50.789          | 0                   | 50.789               |
| <i>Bénéfice (perte) reporté(e)</i>               | 13.140          | 0                   | 13.140               |
| <i>Subsides en capital</i>                       | 0               | 0                   | 0                    |
| PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES               | 0               | 0                   | 0                    |
| DETTES   | 368.527         | 97.500              | 271.027              |
| <i>Dettes à plus d'un an</i>                     | 183.482         | 57.500              | 125.982              |
| <i>Dettes à un an au plus</i>                    | 92.386          | 40.000              | 52.386               |
| <i>Dettes commerciales, salariales, fiscales</i> | 92.590          | 0                   | 92.590               |
| <i>Comptes de régularisation</i>                 | 69              | 0                   | 69                   |
| TOTAL DU PASSIF                                  | 640.056         | 288.426             | 351.630              |

| Compte de résultats                                    | Bilan de départ | Société Immobilière | Société Exploitation |
|--|-----------------|---------------------|----------------------|
| <i>Chiffre d'affaires</i>                              | 1.062.412       | 59.500              | 1.062.412            |
| <i>Variation des en-cours</i>                          | 0               | 0                   | 0                    |
| <i>Production immobilisée</i>                          | 0               | 0                   | 0                    |
| <i>Autres produits d'exploitation</i>                  | 126.875         | 0                   | 126.875              |
| Ventes et prestations                                  | 1.189.286       | 59.500              | 1.189.286            |
| <i>Achats</i>  | -259.313        | 0                   | -259.313             |
| <i>Biens et services divers</i>                        | -250.622        | -10.000             | -302.622             |
| Marge brute d'exploitation                             | 679.351         | 49.500              | 627.351              |
| <i>Rémunérations, charges sociales et pensions</i>     | -456.123        | 0                   | -456.123             |
| <i>Autres charges d'exploitation</i>                   | -6.911          | -5.000              | -1.911               |
| Résultat brut d'exploitation (EBITDA)                  | 216.317         | 44.500              | 169.317              |
| <i>Amortissements</i>                                  | -100.043        | -25.000             | -75.043              |
| <i>Réductions de valeur sur stocks et créances</i>     | 0               | 0                   | 0                    |
| <i>Provisions pour risques et charges</i>              | 0               | 0                   | 0                    |
| Résultat net d'exploitation (EBIT)                     | 116.274         | 19.500              | 94.274               |
| <i>Produits financiers</i>                             | 1.301           | 0                   | 1.301                |
| <i>Charges financières</i>                             | -8.881          | -5.000              | -3.881               |
| Résultat courant avant impôt                           | 108.694         | 14.500              | 91.694               |
| <i>Produits exceptionnels</i>                          | 3.720           | 0                   | 0                    |
| <i>Charges exceptionnelles</i>                         | 0               | 0                   | 0                    |
| Résultat net de l'exercice avant impôts                | 112.415         | 14.500              | 91.694               |
| <i>Transfert net aux impôts différés</i>               | 0               | 0                   | 0                    |
| <i>Impôt sur le résultat</i>                           | -28.104         | -3.625              | -22.924              |
| Résultat net de l'exercice après impôts                | 84.311          | 10.875              | 68.771               |
| <i>Prélèvement (transfert) sur réserves immunisées</i> | 0               | 0                   | 0                    |
| Résultat de l'exercice à affecter                      | 84.311          | 10.875              | 68.771               |

Tableau 25: Sortie de l'immobilier sous la troisième méthode de séparation exploitation/immobilier. (Source : production personnelle)

## 6.4. Résultats et limites du modèle

Le portage immobilier est donc une bonne méthode de facilitation des transmissions d'entreprises freinées par un immobilier problématique. De plus, par exemple, dans un contexte de transmission familiale, le modèle présenté dans ce mémoire pourrait permettre aux générations suivantes de reprendre la société des parents en disposant d'apports personnels limités, tout en permettant au cédant de percevoir la totalité de la valeur de sa société en une fois.

| Financement | Apport personnel | Emprunt   | Crédit-pont          | Fiscalité |
|-------------|------------------|-----------|----------------------|-----------|
| Méthode 1   | 50.000 €         | 250.000 € | 550.000 €            | -316.446  |
| Méthode 2   | 50.000 €         | 410.000 € | <i>Si nécessaire</i> | -101.885  |
| Méthode 3   | 50.000 €         | 250.000 € | <i>Si nécessaire</i> | -60.740   |
| Holding 7   | 450.000 €        | 400.000 € | /                    | /         |
| Holding 10  | 250.000 €        | 600.000 € | /                    | /         |

Tableau 26 : Tableau comparatif des méthodes avec et sans portage. (Source : production personnelle)

Au niveau des valeurs, lorsqu'on observe les conséquences pour l'acquéreur, on remarque aisément que, lorsqu'on utilise le portage immobilier, un profil comme celui présenté dans ce cas, est à même de reprendre la société avec 50.000€ de fonds propres. A l'instar des méthodes traditionnelles sur 7 ou 10 ans pour lesquelles il faut respectivement 450.000€ et 250.000€ d'apport personnel. La fiscalité est cependant plus avantageuse lorsqu'on utilise les méthodes traditionnelles puisque la seule transaction est celle de la transmission des parts du cédant à l'acquéreur. Toutefois, il est important de noter que ces prévisions sont relativement optimistes. Elles ont essentiellement pour objectif de démontrer la capacité, du point de vue de la société cédante, d'assumer sa propre acquisition malgré un apport personnel de l'acquéreur relativement faible. Il est peu probable qu'à l'heure actuelle, d'autant plus au vu de la situation que nous vivons, les banques acceptent de participer au financement d'une transmission pour plus de 60 ou 70 % de l'investissement total. En conséquence, l'acquéreur, malgré la capacité de la société à assumer un endettement important, devra disposer de fonds propres supplémentaires ou, si possible, compléter son apport de fonds propres par d'autres emprunts subordonnés (on peut, par exemple parler du cofinancement proposé par la Sowalfin<sup>16</sup> mentionné plus tôt dans ce travail).

<sup>16</sup> Société Wallonne de Financement et de Garantie des Petites et Moyennes Entreprises

Au-delà de cette problématique, au niveau de l'apport de l'acquéreur, le modèle présente également des lacunes au niveau de sa réalité économique.

Par exemple, dans la première méthode, la société cédante vend son immobilier au prix plein, à sa valeur vénale. Dans la réalité, si on prend l'exemple d'une société réalisant des leasings immobiliers, celle-ci viendra appliquer à cette valeur vénale une décote pouvant, dans certains cas, atteindre 50%. C'est une méthode couramment utilisée afin de réduire le risque pour le fonds de perdre de l'argent. En cas de défaut de la part de la société ayant cédé son immeuble, si elle n'a plus la capacité financière de supporter le paiement de son loyer, le fonds pourra vendre l'immobilier au prix plein, récupérant ainsi la somme engagée dans la transaction et une partie ou tous les loyers qui ne seront pas payés. Autre point important mais difficilement mesurable est la qualité du bâtiment. Dans le cas présenté ici, le bâtiment disposait d'une bonne localisation, d'un très bon état général avec la possibilité de le reconverter en cas de besoin. Qu'en serait-il si le bâtiment était dans un mauvais état ou bien, si le reconverter était impossible ? Il est indéniable que beaucoup de variables liées au bâtiment devraient être prises en compte dans un tel montage. Il pourrait être intéressant ici de développer un quatrième montage répondant à cette problématique spécifique.

Enfin, la sortie de l'immobilier peut également peser sur la capacité de financement future de la société, celle-ci ne pouvant plus le donner en garantie contre un financement. De ce fait, quel serait l'impact de cette sortie de l'immobilier sur les investissements et le développement de la société ? Au regard du fonds, la possession de cet immobilier le contraint également. En effet, il devra s'acquitter des droits et obligations grevant la propriété d'un immeuble. Cette dernière remarque permet d'imaginer un profil d'acteur du marché pouvant être intéressé par mettre en place un montage de ce type : les sociétés semi-publiques ou « invests » disposant d'une branche liée à l'investissement immobilier.

## Conclusion

---

L'immobilier en société présente des avantages et des inconvénients. D'un point de vue fiscal, on notera la déductibilité des droits d'enregistrement ou, dans le cas d'un achat sous le régime TVA, la récupération de cette TVA (également le cas lors de travaux d'aménagements), etc. Cependant, l'immobilier peut également constituer un frein lors d'une cession d'entreprise. On pourra citer la problématique survenant lorsque la valeur patrimoniale de la société est supérieure à sa valeur de rendement, rendant plus difficile l'assomption du crédit d'acquisition par cette dernière ou encore, du côté de l'acquéreur, lorsque celui-ci ne dispose pas des fonds propres exigés pour l'obtention d'un crédit. Tous ces éléments ont pour conséquences de rendre difficile, voire impossible, la cession de la société, conduisant à une diminution du prix de cession (une dévalorisation de la valeur réelle pour le cédant), ou une impossibilité de conclure la vente. Pour remédier à cette problématique, certaines solutions existent mais, sont bien souvent sur-mesure et complexes.

A la suite de ce travail, je peux conclure que le portage immobilier peut avoir une réelle valeur ajoutée auprès des cédants. Le principe permettrait un allègement des démarches pour ce dernier et pourrait, sous certaines conditions, débloquent les situations dans lesquelles un immobilier d'entreprise est un frein à la cession. Comme démontré plus haut, le portage pourrait être un bon moyen pour concilier, à la fois, les attentes du cédant et les problèmes de financement du côté de l'acquéreur.

Cependant, il est également important de noter que cette méthode a également ses limites. Tout d'abord, bien que les séparations immobilier/exploitation permettent à l'acquéreur de ne devoir disposer que de 50.000€ de fonds propres, la réalité du financement bancaire ne l'autoriserait sûrement pas, les banques ne souhaitant en général pas financer pour plus de 70 % du prix de cession. De plus, céder son immobilier risque de rendre plus difficile l'obtention d'autres crédits d'investissement durant la durée du portage, la société n'ayant plus la possibilité de le donner en garantie. Enfin, du point de vue du fonds, celui-ci, devenu propriétaire immobilier, devra s'acquitter des obligations liées à cette nouvelle fonction.

Cette dernière remarque m'amène à me poser la question qui, je pense, pourrait servir de base à de futures recherches : qui serait intéressé par mettre en place un fonds de portage immobilier ?



## Bibliographie

---

- Articles scientifiques

D'Aout, O. (18 Septembre 2016). Les aspects fiscaux des droits d'emphytéose et des droits de superficie. PACIOLI – Institut professionnel des comptables et fiscalistes agréés.

D'Aout, O. (29 Septembre 2019). Le nouveau code des sociétés et des associations. Union Hennuyères des professionnels de la comptabilité.

Guyot, J-L & al. (Avril 2016). Working Paper - Le marché de la transmission d'entreprise en Wallonie : un éclairage statistique.

Institut Professionnel des Comptables et Fiscalistes Agréés. (Septembre 2019). La SRL et la réduction de capital : une contradiction dans les termes ? Pacioli N°489 IPCF-BIBF.

Institut Professionnel des Comptables et Fiscalistes Agréés. (Septembre 2018). Le régime des droits d'enregistrement lors de la sortie d'un immeuble d'une société en faveur d'un associé. Pacioli N°469 IPCF-BIBF.

Institut Professionnel des Comptables et Fiscalistes Agréés. (Février 2018). *La réforme de l'impôt des sociétés pour les sociétés PME*. Pacioli N°458 IPCF-BIBF.

Institut Professionnel des Comptables et Fiscalistes Agréés. (Mars 2009). Réflexions autour du régime de taxation étalée des plus-values réalisées sur immobilisations corporelles. Pacioli N°270 IPCF-BIBF.

Institut Professionnel des Comptables et Fiscalistes Agréés. (Mai 2009). Unité TVA : obligations spécifiques concernant la comptabilité, les déclarations périodiques, les documents internes et les listings, etc. Pacioli N°275 IPCF-BIBF.

Institut Professionnel des Comptables et Fiscalistes Agréés. (Février 2008). Unité TVA – Taxation de certaines opérations. Pacioli N°245 IPCF-BIBF.

Institut Professionnel des Comptables et Fiscalistes Agréés. (Mars 2008). Liquidation d'une société patrimoniale. Pacioli N°249 IPCF-BIBF.

Institut Professionnel des Comptables et Fiscalistes Agréés. (Janvier 2007). Plus-values sur actions et application de l'article 90,9° CIR 1992. Pacioli N°222 IPCF-BIBF.

Institut Professionnel des Comptables et Fiscalistes Agréés. (Novembre 2005). TVA Cession d'un ensemble de biens. Pacioli N°196 IPCF-BIBF.

- Sites Internet

ACTORIA. (25 Mars 2019). Céder une entreprise en Belgique. Repris sur Actoria International : <https://www.actoria.be/ceder-une-entreprise-en-belgique/>

BAIJOT, C. (Janvier 2017). Vos investissements en immobilier : Deux véhicules pour les structurer en fonction de vos besoins. Récupéré sur Puiletco : <https://www.puilaetco.be/fr/articles/planification-structuration-de-patrimoine-8/vos-investissements-en-immobilier-deux-vehicules-pour-les-structurer-en-fonction-de-vos-besoins-262>

BATS, J. & MERTENS, D. (15 Mai 2019). Dissolution et liquidation dans une version assouplie. Repris sur le site de Wolters Kluwer : <https://taxworld.wolterskluwer.be/fr/nouvelles/l-edito/dissolution-et-liquidation-dans-une-version-assouplie/>

BDO. (Janvier 2019). Réforme de l'impôt des sociétés : point sur les mesures en vigueur et aperçu des mesures à venir. Récupéré sur BDO : <https://www.bdo.be/fr-be/actualites/2019/reforme-de-l-impot-des-societes-point-sur-les-mesures-en-vigueur-et-aperçu-des-mesures-a-venir>

BLAFFART, A. & BOIGELOT, E. (Date inconnue). Comment optimiser l'acquisition d'un immeuble ? Usufruit, emphytéose et superficie. Repris sur le site du portail du droit belge : [http://www.droitbelge.be/fiches\\_detail.asp?idcat=11&id=589](http://www.droitbelge.be/fiches_detail.asp?idcat=11&id=589)

BLV/ABL. (Date inconnue). Leasing immobilier. Repris sur le site de l'association belge de leasing : <http://www.blv-abl.be/fr/propos-du-leasing/objet-du-leasing/leasing-immobilier>

BUSINESSDATABASE. (15 Octobre 2018). Consolidation fiscale : bientôt aussi possible en Belgique ? Repris sur le site Business Data Base : [https://businessdatabase.indicator.be/impots\\_\\_\\_pertes\\_reportees/consolidation\\_fiscale\\_\\_\\_bientot\\_aussi\\_possible\\_en\\_belgique\\_\\_\\_/WAACDCAR\\_EU10061601/search?src=search&exceed=1](https://businessdatabase.indicator.be/impots___pertes_reportees/consolidation_fiscale___bientot_aussi_possible_en_belgique___/WAACDCAR_EU10061601/search?src=search&exceed=1)

BUSINESSDATABASE. (21 Juin 2019). Rénovation : 5 ou 15 ans pour la révision TVA. Repris sur le site Business Data Base :

[https://businessdatabase.indicator.be/tva immobilier/renovation 5 ou 15 ans de revision pour la tva /WAACFIAR\\_EU08180701/?source=rss](https://businessdatabase.indicator.be/tva_immobilier/renovation_5_ou_15_ans_de_revision_pour_la_tva_WAACFIAR_EU08180701/?source=rss)

CARNOY, G. (17 Octobre 2019). La taxation des plus-values immobilières. Repris sur le site Pim : <https://www.pim.be/la-taxation-des-plus-values-immobilieres/>

DYKMANS, I. (01 Janvier 2020). L'achat immobilier en société, intéressant ou pas ? Repris sur le site de l'Echo : <https://www.lecho.be/monargent/immobilier/investir-en-immobilier/l-achat-immobilier-en-societe-interessant-ou-pas/10008827.html>

GOSSIAUX, M. (Date inconnue). Régime TVA : la cession d'un fonds de commerce. Repris sur le Portail du Droit Belge : [http://www.droitbelge.be/fiches\\_detail.asp?idcat=11&id=656](http://www.droitbelge.be/fiches_detail.asp?idcat=11&id=656)

IBR-IRE. Méthodes d'évaluation. Institut des réviseurs d'entreprises. Récupéré sur IBR-IRE : <https://www.ibr-ire.be/fr/notre-profession/secteurs-d-intervention/pme/plateforme-evaluation-d-entreprises/m-thodes-d-valuation>

JUSNIAUX, P-Y. (Mai 2018). Le management buy-out. Une solution gagnant-gagnant ? Récupéré sur Deloitte : <https://www2.deloitte.com/be/en/pages/accountancy/articles/accountancy-actualites/management-buy-out.html>

KBC. (08 Juin 2018). Est-il intéressant d'investir en immobilier en tant que société ? Repris sur le site de KBC : <https://www.kbcbrussels.be/entreprendre/fr/articles/croissance-et-gestion-de-votre-entreprise/finances/achat-immobilier-via-societe.html>

KHELIFI, L. (27 Juillet 2018). 120 Secondes pour comprendre l'Ebitdar. Repris sur le site de CFNews : <https://www.cfnewsimmo.net/120-secondes/120-secondes-pour-comprendre-l-EBITDAR>

LEFÈVRE, F-X. (Mai 2019). Le marché du rachat d'entreprise en augmentation en Wallonie. Récupéré sur L'Echo : <https://www.lecho.be/dossier/pme-wallonie/le-marche-du-rachat-d-entreprise-en-augmentation-en-wallonie/10126464.html>

LE MONITEUR BELGE. Aspects juridiques de la cession d'un fonds de commerce. Récupéré sur le Moniteur Belge : <https://www.lemoniteur.be/documentation/aspects-juridiques-de-la-cession-dun-fonds-de-commerce-103.html>

MAUS, M. & PHILIPPE, D-E. (29 Août 2017). L'introduction d'une consolidation fiscale est une révolution. Repris sur le site de L'Echo : <https://www.lecho.be/opinions/carte-blanche/l-introduction-d-une-consolidation-fiscale-est-une-revolution/9926873.html>

NOTAIRE.BE. (Date inconnue). Dissolution et liquidation des sociétés. Repris sur le site Notaire.be : <https://www.notaire.be/societes/dissolution-et-liquidation-des-societes>

NOTAIRE.BE. (Date inconnue). Le leasing immobilier. Repris sur le site notaire.be : <https://www.notaire.be/acheter-louer-emprunter/vente-achat-generalites/leasing-immobilier>

PHILIPPE, D-E. (15 Mai 2019). La scission partielle, un remède miracle pour sortir un immeuble d'une société ? Repris sur l'Echo : <https://www.lecho.be/opinions/carte-blanche/la-scission-partielle-un-remede-miracle-pour-sortir-un-immeuble-d-une-societe/10126620.html>

TESTACHAT. (15 Novembre 2016). Sociétés immobilières réglementées. Repris sur le site de Test Achat : <https://www.test-achats.be/invest/investir/immobilier/societes-immobilierees-reglementees/dossiers/societes-immobilierees-reglementees>

WOLTERS KLUWER. (Mai 2014). Révision de la TVA déduite : qu'en est-il exactement ? Récupéré sur Wolters Kluwer : <http://www.kluwereasyweb.be/documents/voorbeeld-artikels/20140501-herziening-revision-revision-revision.xml?lang=fr>

- Livres, revues et magazines

DOSSOGNE, S. (2014). Valorisation et cession d'entreprise. – De l'intention à la finalisation, de la valeur au prix. Edition Edipro

QUIRY, P. & LE FUR, Y. (2020). Finance d'entreprise (Vernimmen). Edition Dalloz

SOWACCESS. (2019). La transmission d'entreprises. Les grandes étapes. Récupéré sur <http://www.sowaccess.be/fr/publications>

- Codes législatifs

L'ensemble des articles de lois utilisés sont issus des codes suivants :

- Code des Sociétés et des Associations (CSA)
- Code TVA

- Code de droit d'enregistrement
- Code d'imposition sur les revenus
- Ancien code des sociétés
- Loi du 10 Janvier 1824 sur les droits d'emphytéose
- Loi du 10 Janvier 1824 sur les droits de superficie

- Syllabi

BERNAL, O. & GIOT, P. (2019). ELFIM401 - Financial Markets and Institutions. Université de Namur.

GIOT, P. & LEBEAU, P. (2018). EMSGM100 - Finance d'Entreprise. Université de Namur.

GUILMOT, N. & WUILLAUME, A. (2017). ELSGM103 - Strategic Management. Université de Namur.

SCHOTTE, C. (2019). ELCCM433 – Fiscalité d'entreprise. Université de Namur.

- Etudes réalisées et présentations

DEBRUN, X. & LANGENUS, G. (19 Mai 2020) Webinar – Economic impact of Covid-19 on the Belgian economy. Récupéré sur Banque Nationale Belge : <https://www.nbb.be/fr/evenements/webinaire-limpact-economique-du-covid-19-sur-leconomie-belge>

DELOITTE FIDUCIAIRE. (Mai 2015). La gestion de l'immobilier dans le cadre de la transmission d'entreprises. Deloitte.

DEWEZ, L. & GROGNARD, F. (Mai 2019). La gestion de l'immobilier dans le cadre de la transmission d'entreprises. BDO Conseils Fiscaux.

GUYOT, J-L. (01 Mars 2010). La transmission d'entreprise en Région Wallonne : Discours et enjeux. Working Paper IWEPS.

SOWALFIN. (2018). Rapport 2018 au gouvernement wallon. Récupéré sur [http://www.sowalfin.be/sowalfin/sowalfin\\_fr/notre-mission/publications/rapports-au-gouvernement-wallon/index.html](http://www.sowalfin.be/sowalfin/sowalfin_fr/notre-mission/publications/rapports-au-gouvernement-wallon/index.html)

VLERICK. (2019). M&A Monitor, Shedding light on M&A in Belgium. Vlerick Business School.

- Mémoires, travaux de fin d'études et thèses

CAPELLE, P. (2017). L'immobilier, un obstacle dans la transmission d'entreprise : de la théorie à la pratique.

- Rencontres de professionnels

DEMARET, P. Conseiller SPF Finance. Administration Générale de la Fiscalité.

MOL, V. Responsable financement. SOWALFIN.

PIRARD, L. Tax Partner. BDO Namur – Charleroi.

RENERKEN, L. Conseiller en transmission. SOWACCESS.

# Annexes

## 1.1. Annexe 1 : Bilan de la société

| ACTIF   |              | 01-01-15       | 01-01-16       | 01-01-17       | 01-01-18       | 01-01-19       |
|---|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>ACTIFS IMMOBILISES.....</b>  | <b>20/28</b> | <b>466.371</b> | <b>461.826</b> | <b>419.627</b> | <b>475.625</b> | <b>445.794</b> |
| <b>I. Frais d'établissement.....</b>  | <b>20</b>    | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>II. Immobilisations incorporelles.....</b>                                 | <b>21</b>    | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>1.652</b>   | <b>13.353</b>  | <b>9.911</b>   |
| <b>III. Immobilisations corporelles.....</b>                                  | <b>22/27</b> | <b>464.240</b> | <b>460.645</b> | <b>416.794</b> | <b>461.091</b> | <b>434.702</b> |
| A. Terrains et constructions.....   | 22           | 359.579        | 347.633        | 327.481        | 307.906        | 288.426        |
| B. Installations, machines et outillage.....                                  | 23           | 88.885         | 69.735         | 64.048         | 128.721        | 131.672        |
| C. Mobilier et matériel roulant.....  | 24           | 15.776         | 43.277         | 25.265         | 24.464         | 14.604         |
| D. Location-financement et droits similaires.....                             | 25           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| E. Autres immobilisations corporelles.....                                    | 26           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| F. Immobilisations en cours et acomptes versés.....                           | 27           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>IV. Immobilisations financières.....</b>                                   | <b>28</b>    | <b>2.131</b>   | <b>1.181</b>   | <b>1.181</b>   | <b>1.181</b>   | <b>1.181</b>   |
| A. Entreprises liées.....   | 280/1        | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 1. Participations.....  | 280          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 2. Créances.....  | 281          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| B. Autres entreprises avec lesquelles il existe un lien de participation..... | 282/3        | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 1. Participations.....  | 282          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 2. Créances.....  | 283          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| C. Autres immobilisations financières.....                                    | 284/8        | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 1. Actions et parts.....  | 284          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 2. Créances et cautionnements en numéraire.....                               | 285/8        | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>ACTIFS CIRCULANTS.....</b>   | <b>29/58</b> | <b>162.037</b> | <b>240.268</b> | <b>201.087</b> | <b>263.674</b> | <b>194.262</b> |
| <b>V. Créances à plus d'un an.....</b>  | <b>29</b>    | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| A. Créances commerciales.....   | 290          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| B. Autres créances.....   | 291          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>VI. Stocks et commandes en cours d'exécution.....</b>                      | <b>3</b>     | <b>59.038</b>  | <b>67.347</b>  | <b>76.548</b>  | <b>60.705</b>  | <b>90.642</b>  |
| A. Stocks.....  | 30/36        | 59.038         | 67.347         | 76.548         | 60.705         | 67.192         |
| 1. Approvisionnements.....  | 30/31        | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 2. En-cours de fabrication.....   | 32           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 3. Produits finis.....  | 33           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 4. Marchandises.....  | 34           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 5. Immeubles destinés à la vente.....   | 35           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 6. Acomptes versés.....   | 36           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| B. Commandes en cours d'exécution.....  | 37           | 0              | 0              | 0              | 0              | 23.450         |
| <b>VII. Créances à un an au plus.....</b>                                     | <b>40/41</b> | <b>89.388</b>  | <b>124.366</b> | <b>63.920</b>  | <b>89.363</b>  | <b>34.154</b>  |
| A. Créances commerciales.....   | 40           | 83.403         | 112.038        | 48.338         | 86.814         | 31.414         |
| B. Autres créances.....   | 41           | 5.985          | 12.328         | 15.582         | 2.549          | 2.739          |
| <b>VIII Placements de trésorerie.....</b>                                     | <b>50/53</b> | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>7.000</b>   | <b>18.943</b>  | <b>0</b>       |
| A. Actions propres.....   | 50           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| B. Autres placements.....   | 51/53        | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>IX. Valeurs disponibles.....</b>   | <b>54/58</b> | <b>11.508</b>  | <b>48.555</b>  | <b>53.619</b>  | <b>93.813</b>  | <b>64.120</b>  |
| <b>X. Comptes de régularisation.....</b>                                      | <b>490/1</b> | <b>2.103</b>   | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>850</b>     | <b>5.347</b>   |
| <b>TOTAL DEL'ACTIF.....</b>   | <b>20/58</b> | <b>628.408</b> | <b>702.094</b> | <b>620.714</b> | <b>739.299</b> | <b>640.056</b> |

| PASSIF  |              | 31-12-15       | 31-12-16       | 31-12-17       | 31-12-18       | 31-12-18       |
|---|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>CAPITAUX PROPRES.....</b>                              | <b>10/15</b> | <b>269.378</b> | <b>248.748</b> | <b>259.361</b> | <b>259.916</b> | <b>271.528</b> |
| <b>I. Capital.....</b>                                    | <b>10</b>    | <b>18.600</b>  | <b>207.600</b> | <b>207.600</b> | <b>207.600</b> | <b>207.600</b> |
| A. Capital souscrit.....                                  | 100          | 18.600         | 207.600        | 207.600        | 207.600        | 207.600        |
| B. Capital non appelé.....                                | 101          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>II. Primes d'émission.....</b>                         | <b>11</b>    | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>III. Plus-values de réévaluation.....</b>              | <b>12</b>    | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>IV. Réserves.....</b>                                  | <b>13</b>    | <b>32.508</b>  | <b>41.148</b>  | <b>50.789</b>  | <b>50.789</b>  | <b>50.789</b>  |
| A. Réserve légale.....                                    | 130          | 2.479          | 11.119         | 20.760         | 20.760         | 20.760         |
| B. Réserves indisponibles.....                            | 131          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 1. Pour actions propres.....                              | 1310         | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 2. Autres.....  | 1311         | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| C. Réserves immunisées.....                               | 132          | 30.029         | 30.029         | 30.029         | 30.029         | 30.029         |
| D. Réserves disponibles.....                              | 133          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>V. Bénéfice reporté.....</b>                           | <b>140</b>   | <b>218.270</b> | <b>0</b>       | <b>972</b>     | <b>1.527</b>   | <b>13.140</b>  |
| <b>V. Perte reportée.....</b>                             | <b>141</b>   | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>VI. Subsidés en capital.....</b>                       | <b>15</b>    | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>PROVISIONS ET IMPÔTS DIFFERES.....</b>                 | <b>16</b>    | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>VII. A. Provisions pour risques et charges.....</b>    | <b>160/5</b> | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| 1. Pensions et obligations similaires.....                | 160          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 2. Charges fiscales.....                                  | 161          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 3. Grosses réparations et gros entretien.....             | 162          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 4. Autres risques et charges.....                         | 163/5        | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>B. Impôts différés.....</b>                            | <b>168</b>   | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>DETTES.....</b>  | <b>17/49</b> | <b>359.030</b> | <b>453.346</b> | <b>361.353</b> | <b>479.383</b> | <b>368.527</b> |
| <b>VIII Dettes à plus d'un an.....</b>                    | <b>17</b>    | <b>195.500</b> | <b>273.755</b> | <b>175.504</b> | <b>251.156</b> | <b>183.482</b> |
| A. Dettes financières.....                                | 170/4        | 195.500        | 273.755        | 175.504        | 251.156        | 183.482        |
| 1. Emprunt subordonnés.....                               | 170          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 2. Emprunts obligataires non subordonnés.....             | 171          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Etablissement de crédit, dettes location-financement..... | 172/3        | 0              | 65.505         | 30.504         | 153.656        | 125.982        |
| 3. Dettes de location financement et assimilées.....      | 172          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 4. Etablissement de crédit.....                           | 173          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 5. Autres emprunts.....                                   | 174          | 195.500        | 208.250        | 145.000        | 97.500         | 57.500         |
| B. Dettes commerciales.....                               | 175          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| C. Acomptes reçus sur commandes.....                      | 176          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| D. Autres dettes.....                                     | 178/9        | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>IX. Dettes à un an au plus.....</b>                    | <b>42/48</b> | <b>145.830</b> | <b>179.591</b> | <b>185.849</b> | <b>198.227</b> | <b>184.976</b> |
| A. Dettes à plus d'un an échéant dans l'année.....        | 42           | 579            | 7.029          | 75.542         | 104.524        | 92.386         |
| B. Dettes financières.....                                | 43           | 51.000         | 54.750         | 0              | 0              | 0              |
| 1. Etablissement de crédit.....                           | 430/8        | 51.000         | 54.750         | 0              | 0              | 0              |
| 2. Autres emprunt.....                                    | 439          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| C. Dettes commerciales.....                               | 44           | 72.853         | 82.617         | 82.842         | 69.224         | 65.905         |
| 1. Fournisseurs.....                                      | 440/4        | 72.853         | 82.617         | 82.842         | 69.224         | 65.905         |
| 2. Effets à payer.....                                    | 441          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| D. Acomptes reçu sur commandes.....                       | 46           | 0              | 0              | 0              | 4.000          | 0              |
| E. Dettes fiscales, salariales et sociales.....           | 45           | 21.398         | 14.195         | 27.465         | 20.479         | 26.685         |
| 1. Impôts.....  | 450/3        | 4.699          | 2.662          | 0              | 5.509          | 6.179          |
| 2. Rémunérations et charges sociales.....                 | 454/9        | 16.699         | 11.533         | 27.465         | 14.970         | 20.505         |
| F. Autres dettes.....                                     | 47/48        | 0              | 21.000         | 0              | 0              | 0              |
| <b>X. Comptes de régularisation.....</b>                  | <b>492/3</b> | <b>17.700</b>  | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>30.000</b>  | <b>69</b>      |
| <b>TOTAL DU PASSIF.....</b>                               | <b>10/49</b> | <b>628.408</b> | <b>702.094</b> | <b>620.714</b> | <b>739.299</b> | <b>640.056</b> |



## 1.2. Annexe 2 : Analyse verticale du bilan

| Actif                                | 2015    |      | 2016    |      | 2017    |      | 2018    |      | 2019    |      |
|--------------------------------------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|
| <i>Frais d'établissement</i>         | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   |
| <i>Immobilisations incorporelles</i> | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 1.652   | 0%   | 13.353  | 2%   | 9.911   | 2%   |
| <i>Immobilisations corporelles</i>   | 464.240 | 74%  | 460.645 | 66%  | 416.794 | 67%  | 461.091 | 62%  | 434.702 | 68%  |
| <i>Immobilisations financières</i>   | 2.131   | 0%   | 1.181   | 0%   | 1.181   | 0%   | 1.181   | 0%   | 1.181   | 0%   |
| Actifs immobilisés                   | 466.371 | 74%  | 461.826 | 66%  | 419.627 | 68%  | 475.625 | 64%  | 445.794 | 70%  |
| <i>Créances à plus d'un an</i>       | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   |
| <i>Stocks et commandes en cours</i>  | 59.038  | 9%   | 67.347  | 10%  | 76.548  | 12%  | 60.705  | 8%   | 90.642  | 14%  |
| <i>Créances à un an au plus</i>      | 89.388  | 14%  | 124.366 | 18%  | 63.920  | 10%  | 89.363  | 12%  | 34.154  | 5%   |
| <i>Placements de trésorerie</i>      | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 7.000   | 1%   | 18.943  | 3%   | 0       | 0%   |
| <i>Valeurs disponibles</i>           | 11.508  | 2%   | 48.555  | 7%   | 53.619  | 9%   | 93.813  | 13%  | 64.120  | 10%  |
| <i>Comptes de régularisation</i>     | 2.103   | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 850     | 0%   | 5.347   | 1%   |
| Actifs circulants                    | 162.037 | 26%  | 240.268 | 34%  | 201.087 | 32%  | 263.674 | 36%  | 194.262 | 30%  |
| Total de l'actif                     | 628.408 | 100% | 702.094 | 100% | 620.714 | 100% | 739.299 | 100% | 640.056 | 100% |

| Passif                                    | 2015    |      | 2016    |      | 2017    |      | 2018    |      | 2019    |      |
|---|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|
| <i>Capital</i>                            | 18.600  | 3%   | 207.600 | 30%  | 207.600 | 33%  | 207.600 | 28%  | 207.600 | 32%  |
| <i>Primes d'émission</i>                  | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   |
| <i>Plus-values de réévaluation</i>        | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   |
| <i>Réserves</i>                           | 32.508  | 5%   | 41.148  | 6%   | 50.789  | 8%   | 50.789  | 7%   | 50.789  | 8%   |
| <i>Bénéfice (perte) reporté(e)</i>        | 218.270 | 35%  | 0       | 0%   | 972     | 0%   | 1.527   | 0%   | 13.140  | 2%   |
| <i>Subsides en capital</i>                | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   |
| Capitaux propres                          | 269.378 | 43%  | 248.748 | 35%  | 259.361 | 42%  | 259.916 | 35%  | 271.528 | 42%  |
| <i>Provisions pour risques et charges</i> | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   |
| <i>Impôts différés</i>                    | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   |
| Provisions et impôts différés             | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   |
| <i>Dettes à plus d'un an</i>              | 195.500 | 31%  | 273.755 | 39%  | 175.504 | 28%  | 251.156 | 34%  | 183.482 | 29%  |
| <i>Dettes à un an au plus</i>             | 145.830 | 23%  | 179.591 | 26%  | 185.849 | 30%  | 198.227 | 27%  | 184.976 | 29%  |
| <i>Comptes de régularisation</i>          | 17.700  | 3%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 30.000  | 4%   | 69      | 0%   |
| Dettes                                    | 359.030 | 57%  | 453.346 | 65%  | 361.353 | 58%  | 479.383 | 65%  | 368.527 | 58%  |
| Total de l'actif                          | 628.408 | 100% | 702.094 | 100% | 620.714 | 100% | 739.299 | 100% | 640.056 | 100% |

### 1.3. Annexe 3 : Compte de résultat de la société

| COMPTE DE RESULTATS  |              | 31-12-15          | 31-12-16          | 31-12-17          | 31-12-18          | 31-12-18          |
|--|--------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>I. Ventes et prestations.....</b>   | <b>70/74</b> | <b>1.179.523</b>  | <b>1.161.499</b>  | <b>1.338.294</b>  | <b>1.420.384</b>  | <b>1.189.286</b>  |
| A. Chiffre d'affaires.....   | 70           | 1.160.289         | 1.082.866         | 1.287.914         | 1.393.600         | 1.062.412         |
| B. Variation des en-cours de fabrication, des produits finis et des commandes en cours d'exécution (augmentation +, diminution -)..... | 71           | -8.700            | -7.200            | 21.500            | 11.200            | 0                 |
| C. Production immobilisée.....   | 72           | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| D. Autres produits d'exploitation.....   | 74           | 27.934            | 85.833            | 28.880            | 15.584            | 126.875           |
| <b>II. Coût des ventes et prestations.....</b>   | <b>60/64</b> | <b>-1.164.679</b> | <b>-1.157.243</b> | <b>-1.315.376</b> | <b>-1.400.206</b> | <b>-1.168.365</b> |
| Approvisionnement, marchandises  |              |                   |                   |                   |                   |                   |
| Biens et services divers.....  | 60/61        | -639.194          | -630.583          | -770.173          | -790.568          | -605.288          |
| A. Approvisionnement et marchandises.....  | 60           | -323.480          | -357.851          | -439.187          | -433.803          | -259.313          |
| 1. Achats.....   | 600/5        | -314.169          | -362.360          | -437.189          | -438.460          | -270.799          |
| 2. Variation des stocks (augmentation -, réduction +).....   | 609          | -9.311            | 4.509             | -1.998            | 4.657             | 11.486            |
| B. Biens et services divers.....   | 61           | -315.714          | -272.732          | -330.985          | -356.765          | -345.975          |
| <b>A.B. Marge brute d'exploitation (solde +).....</b>  | <b>70/61</b> | <b>540.329</b>    | <b>530.916</b>    | <b>568.121</b>    | <b>629.815</b>    | <b>583.999</b>    |
| <b>Marge brute d'exploitation (solde -).....</b>   | <b>61/70</b> | <b>0</b>          | <b>0</b>          | <b>0</b>          | <b>0</b>          | <b>0</b>          |
| C. Rémunérations, charges sociales et pensions.....  | 62           | -428.979          | -407.568          | -465.000          | -504.309          | -456.123          |
| D. Amortissements et réductions de valeur sur frais d'établissement, sur immobilisations incorporelles et corporelles.....             | 630          | -90.969           | -111.348          | -74.727           | -100.134          | -100.043          |
| E. Réduction de valeurs sur stocks, sur commandes en cours et sur créances commerciales.....   | 631/4        | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| F. Provision pour risques et charges (dotations -, utilisations +).....  | 635/7        | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| G. Autres charges d'exploitation.....  | 640/8        | -5.537            | -7.744            | -5.476            | -5.195            | -6.911            |
| H. Charges d'exploitation portées à l'actif au titre de frais de restructuration.....  | 649          | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| <b>Bénéfice d'exploitation.....</b>  | <b>70/64</b> | <b>14.844</b>     | <b>4.256</b>      | <b>22.918</b>     | <b>20.177</b>     | <b>20.921</b>     |
| <b>Perte d'exploitation.....</b>   | <b>64/70</b> | <b>0</b>          | <b>0</b>          | <b>0</b>          | <b>0</b>          | <b>0</b>          |
| <b>Produits financiers.....</b>  | <b>75</b>    | <b>2.426</b>      | <b>2.231</b>      | <b>2.836</b>      | <b>2.173</b>      | <b>1.301</b>      |
| A. Produits des immobilisations financières.....   | 750          | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| B. Produits des actifs circulants.....   | 751          | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| C. Autres produits financiers.....   | 752/9        | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| <b>Charges financières.....</b>  | <b>65</b>    | <b>-12.338</b>    | <b>-12.627</b>    | <b>-15.215</b>    | <b>-12.282</b>    | <b>-8.881</b>     |
| A. Charges des dettes.....   | 650          | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| B. Réductions de valeur sur actifs circulants autres que ceux visés sub II.E. (dotation +, reprise -).....                             | 651          | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| C. Autres charges financières.....   | 652/9        | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| <b>Bénéfice courant, avant impôts</b>  | <b>70/65</b> | <b>4.932</b>      | <b>0</b>          | <b>10.539</b>     | <b>10.068</b>     | <b>13.341</b>     |
| <b>Perte courante, avant impôts</b>  | <b>65/70</b> | <b>0</b>          | <b>-6.140</b>     | <b>0</b>          | <b>0</b>          | <b>0</b>          |
| <b>VII. Produits exceptionnels.....</b>  | <b>76</b>    | <b>7.949</b>      | <b>13.090</b>     | <b>245</b>        | <b>722</b>        | <b>3.720</b>      |
| A. Reprises d'amortissements et réductions de valeurs sur immobilisations incorporelles et corporelles.....                            | 760          | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| B. Reprises d'amortissements et réductions de valeurs sur immobilisations financières.....   | 761          | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| C. Reprises de provisions pour risques et charges exceptionnelles.....   | 762          | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| D. Plus-values sur réalisation d'actifs immobilisés.....   | 763          | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| E. Autres produits exceptionnels.....  | 764/9        | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| <b>VIII Charges exceptionnelles.....</b>   | <b>66</b>    | <b>-72</b>        | <b>-800</b>       | <b>0</b>          | <b>-4.725</b>     | <b>0</b>          |
| A. Amortissements et réductions de valeurs sur frais d'établissement, immobilisations incorporelles et corporelles.....                | 660          | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| B. Réductions de valeurs sur immobilisations financières.....  | 661          | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| C. Provisions pour risques et charges exceptionnelles.....   | 662          | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| D. Moins-values sur réalisation d'actifs immobilisés.....  | 663          | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| E. Autres charges exceptionnelles.....   | 664/8        | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| E. Charges exceptionnelles portées à l'actif au titre de frais de restructuration.....   | 669          | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| <b>IX. Bénéfice de l'exercice, avant impôts.....</b>   | <b>70/66</b> | <b>12.809</b>     | <b>6.150</b>      | <b>10.784</b>     | <b>6.065</b>      | <b>17.062</b>     |
| <b>Perte de l'exercice, avant impôts.....</b>  | <b>66/70</b> | <b>0</b>          | <b>0</b>          | <b>0</b>          | <b>0</b>          | <b>0</b>          |

#### 1.4. Annexe 4 : Analyse verticale du compte de résultat de la société

| Compte de Résultat                                     | 2015      |      | 2016      |      | 2017      |      | 2018      |      | 2019      |      |
|--|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|
| <i>Chiffre d'affaires</i>                              | 1.160.289 |      | 1.082.866 |      | 1.287.914 |      | 1.393.600 |      | 1.062.412 |      |
| <i>Variation des en-cours</i>                          | -8.700    |      | -7.200    |      | 21.500    |      | 11.200    |      | 0         |      |
| <i>Production immobilisée</i>                          | 0         |      | 0         |      | 0         |      | 0         |      | 0         |      |
| <i>Autres produits d'exploitation</i>                  | 27.934    |      | 85.833    |      | 28.880    |      | 15.584    |      | 126.875   |      |
| Ventes et prestations                                  | 1.179.523 | 100% | 1.161.499 | 100% | 1.338.294 | 100% | 1.420.384 | 100% | 1.189.286 | 100% |
| <i>Achats</i>  | -323.480  | -27% | -357.851  | -31% | -439.187  | -33% | -433.803  | -31% | -259.313  | -22% |
| Marge brute  | 856.043   | 73%  | 803.648   | 69%  | 899.107   | 67%  | 986.580   | 69%  | 929.974   | 78%  |
| <i>Biens et services divers</i>                        | -232.853  | -20% | -231.796  | -20% | -259.994  | -19% | -263.717  | -19% | -250.622  | -21% |
| Marge brute d'exploitation                             | 623.189   | 53%  | 571.852   | 49%  | 639.112   | 48%  | 722.863   | 51%  | 679.351   | 57%  |
| <i>Rémunérations, charges sociales et pensions</i>     | -428.979  | -36% | -407.568  | -35% | -465.000  | -35% | -504.309  | -36% | -456.123  | -38% |
| <i>Autres charges d'exploitation</i>                   | -5.537    | 0%   | -7.744    | -1%  | -5.476    | 0%   | -5.195    | 0%   | -6.911    | -1%  |
| Résultat brut d'exploitation (EBITDA)                  | 188.673   | 16%  | 156.540   | 13%  | 168.636   | 13%  | 213.359   | 15%  | 216.317   | 18%  |
| <i>Amortissements</i>                                  | -90.969   | -8%  | -111.348  | -10% | -74.727   | -6%  | -100.134  | -7%  | -100.043  | -8%  |
| <i>Réductions de valeur sur stocks et créances</i>     | 0         | 0%   | 0         | 0%   | 0         | 0%   | 0         | 0%   | 0         | 0%   |
| <i>Provisions pour risques et charges</i>              | 0         | 0%   | 0         | 0%   | 0         | 0%   | 0         | 0%   | 0         | 0%   |
| Résultat net d'exploitation (EBIT)                     | 97.704    | 8%   | 45.192    | 4%   | 93.909    | 7%   | 113.225   | 8%   | 116.274   | 10%  |
| <i>Produits financiers</i>                             | 2.426     | 0%   | 2.231     | 0%   | 2.836     | 0%   | 2.173     | 0%   | 1.301     | 0%   |
| <i>Charges financières</i>                             | -12.338   | -1%  | -12.627   | -1%  | -15.215   | -1%  | -12.282   | -1%  | -8.881    | -1%  |
| Résultat courant avant impôt                           | 87.792    | 7%   | 34.796    | 3%   | 81.530    | 6%   | 103.116   | 7%   | 108.694   | 9%   |
| <i>Produits exceptionnels</i>                          | 7.949     | 1%   | 13.090    | 1%   | 245       | 0%   | 722       | 0%   | 3.720     | 0%   |
| <i>Charges exceptionnelles</i>                         | -72       | 0%   | -800      | 0%   | 0         | 0%   | -4.725    | 0%   | 0         | 0%   |
| Résultat net de l'exercice avant impôts                | 95.669    | 8%   | 47.086    | 4%   | 81.775    | 6%   | 99.113    | 7%   | 112.415   | 9%   |
| <i>Transfert net aux impôts différés</i>               | 0         | 0%   | 0         | 0%   | 0         | 0%   | 0         | 0%   | 0         | 0%   |
| <i>Impôt sur le résultat</i>                           | -26.437   | -2%  | -16.138   | -1%  | -17.919   | -1%  | -28.772   | -2%  | -33.301   | -3%  |
| Résultat net de l'exercice après impôts                | 69.232    | 6%   | 30.948    | 3%   | 63.857    | 5%   | 70.341    | 5%   | 79.113    | 7%   |
| <i>Prélèvement (transfert) sur réserves immunisées</i> | 0         | 0%   | 0         | 0%   | 0         | 0%   | 0         | 0%   | 0         | 0%   |
| Résultat de l'exercice à affecter                      | 69.232    | 6%   | 30.948    | 3%   | 63.857    | 5%   | 70.341    | 5%   | 79.113    | 7%   |

## 1.5. Annexe 5 : Valorisation de la société.

| Corrections de l'actif net                 |                |                  |                   |                   |
|--|----------------|------------------|-------------------|-------------------|
|  | Valeur estimée | Valeur comptable | +/- values brutes | +/- values nettes |
| Immobilisations corporelles                | 1.080.450      | 434.702          | 645.748           | 484.311           |
| <i>Terrains et constructions</i>           | 850.000        | 288.426          | 561.574           | 421.181           |
| <i>Installation, machines et outillage</i> | 185.450        | 131.672          | 53.778            | 40.333            |
| <i>Mobilier et matériel roulant</i>        | 45.000         | 14.604           | 30.396            | 22.797            |
| Taux d'imposition                          | 25%            |                  |                   |                   |

| Actif net corrigé       |         |
|-------------------------|---------|
| <i>Capitaux propres</i> | 271.528 |
| + Corrections d'actifs  | 484.311 |
| Valeur des actions      | 755.839 |

| Corrections du compte de résultats            |         |         |         |  |
|---|---------|---------|---------|--|
|   | 2017    | 2018    | 2019    |  |
| Services et biens divers                      | 70.991  | 93.048  | 95.353  |  |
| <i>Rémunération actuelle</i>                  | 170.991 | 193.048 | 195.353 |  |
| <i>Rémunération repreneur</i>                 | -75.000 | -75.000 | -75.000 |  |
| <i>Rémunération assistante administrative</i> | -25.000 | -25.000 | -25.000 |  |
| Impact EBITDA                                 | 70.991  | 93.048  | 95.353  |  |

| EBITDA                         |                |                |           |  |
|--------------------------------|----------------|----------------|-----------|--|
|                                | 2017           | 2018           | 2019      |  |
| <i>Résultat d'exploitation</i> | 22.918         | 20.177         | 20.921    |  |
| + Corrections EBITDA           | 70.991         | 93.048         | 95.353    |  |
| + Amortissements               | 74.727         | 100.134        | 100.043   |  |
| EBITDA                         | 168.636        | 213.359        | 216.317   |  |
| Méthode des multiples          | Moyenne. 3 ans | Moyenne. 2 ans | 2019      |  |
| EBITDA moyen                   | 199.438        | 214.838        | 216.317   |  |
| x Multiple (M)*                | 5              | 5              | 5         |  |
| Valeur d'entreprise            | 997.188        | 1.074.191      | 1.081.586 |  |
| - Endettement financier        | -275.868       | -275.868       | -275.868  |  |
| + Trésorerie                   | 64.120         | 64.120         | 64.120    |  |
| Valeur des actions             | 785.440        | 862.443        | 869.837   |  |

\*Le multiple de 5 est un multiple représentatif du secteur des PME de manière générale.

## 1.6. Annexe 6 : Financement de la reprise sur 7 ans.

| EXPLOITATION                                       | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 2023      | 2024      | 2025      | 2026      |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <i>Chiffre d'affaires</i>                          | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 |
| <i>Autres produits d'exploitation</i>              | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   |
| Ventes et prestations                              | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 |
| <i>Achats</i>                                      | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  |
| Marge brute  | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   |
| <i>Biens et services divers</i>                    | -250.622  | -250.622  | -250.622  | -250.622  | -250.622  | -250.622  | -250.622  | -250.622  |
| <i>Facturation holding</i>                         |           | -8.000    | -6.924    | -5.826    | -4.707    | -3.565    | -2.400    | -1.212    |
| Marge brute d'exploitation                         | 679.351   | 671.351   | 672.428   | 673.525   | 674.645   | 675.787   | 676.952   | 678.140   |
| <i>Rémunérations, charges sociales et pensions</i> | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  |
| <i>Amortissements</i>                              | -100.043  | -100.043  | -100.043  | -100.043  | -100.043  | -100.043  | -100.043  | -100.043  |
| <i>Autres charges d'exploitation</i>               | -6.911    | -6.911    | -6.911    | -6.911    | -6.911    | -6.911    | -6.911    | -6.911    |
| Bénéfice d'exploitation                            | 116.274   | 108.274   | 109.350   | 110.448   | 111.567   | 112.709   | 113.874   | 115.062   |
| <i>Produits financiers</i>                         | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     |
| <i>Charges financières</i>                         | -8.881    | -8.881    | -8.881    | -8.881    | -8.881    | -8.881    | -8.881    | -8.881    |
| Bénéfice courant avant impôt                       | 108.694   | 100.694   | 101.770   | 102.868   | 103.988   | 105.130   | 106.294   | 107.482   |
| <i>Produits exceptionnels</i>                      | 3.720     | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <i>Charges exceptionnelles</i>                     | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Bénéfice de l'exercice avant impôt                 | 112.415   | 100.694   | 101.770   | 102.868   | 103.988   | 105.130   | 106.294   | 107.482   |
| <i>Impôt sur le résultat</i>                       | -28.104   | -25.174   | -25.443   | -25.717   | -25.997   | -26.282   | -26.574   | -26.871   |
| Bénéfice de l'exercice                             | 84.311    | 75.521    | 76.328    | 77.151    | 77.991    | 78.847    | 79.721    | 80.612    |
| <i>Dividende</i>                                   | 0         | -54.735   | -55.830   | -56.947   | -58.086   | -59.247   | -60.432   | -61.641   |
| Bénéfice de l'exercice à affecter                  | 84.311    | 20.785    | 20.498    | 20.204    | 19.905    | 19.600    | 19.289    | 18.971    |

|                              |         |
|------------------------------|---------|
| Prix de cession              | 850.000 |
| <i>Financement sur 7 ans</i> |         |
| Fonds propres                | 450.000 |
| Apport personnel             | 450.000 |
| Endettement                  | 400.000 |
| Emprunt bancaire             | 400.000 |

|                   |           |
|-------------------|-----------|
| Emprunt bancaire  |           |
| Capital emprunté  | 400.000   |
| Durée             | 7         |
| Taux              | 2%        |
| Annuité constante | 61.804,78 |

## 1.7. Annexe 7 : Financement de la reprise sur 10 ans.

| EXPLOITATION                                       | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 2023      | 2024      | 2025      | 2026      | 2027      | 2028      | 2029      |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <i>Chiffre d'affaires</i>                          | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 |
| <i>Autres produits d'exploitation</i>              | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   |
| Ventes et prestations                              | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 |
| <i>Achats</i>                                      | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  |
| Marge brute  | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   |
| <i>Biens et services divers</i>                    | -250.622  | -250.622  | -250.622  | -250.622  | -250.622  | -250.622  | -250.622  | -250.622  | -250.622  | -250.622  | -250.622  |
| <i>Facturation holding</i>                         |           | -12.000   | -10.904   | -9.786    | -8.646    | -7.483    | -6.297    | -5.087    | -3.853    | -2.594    | -1.310    |
| Marge brute d'exploitation                         | 679.351   | 667.351   | 668.447   | 669.565   | 670.705   | 671.868   | 673.055   | 674.265   | 675.499   | 676.758   | 678.042   |
| <i>Rémunérations, charges sociales et pensions</i> | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  |
| <i>Amortissements</i>                              | -100.043  | -100.043  | -100.043  | -100.043  | -100.043  | -100.043  | -100.043  | -100.043  | -100.043  | -100.043  | -100.043  |
| <i>Autres charges d'exploitation</i>               | -6.911    | -6.911    | -6.911    | -6.911    | -6.911    | -6.911    | -6.911    | -6.911    | -6.911    | -6.911    | -6.911    |
| Bénéfice d'exploitation                            | 116.274   | 104.274   | 105.370   | 106.488   | 107.628   | 108.791   | 109.977   | 111.187   | 112.421   | 113.680   | 114.964   |
| <i>Produits financiers</i>                         | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     |
| <i>Charges financières</i>                         | -8.881    | -8.881    | -8.881    | -8.881    | -8.881    | -8.881    | -8.881    | -8.881    | -8.881    | -8.881    | -8.881    |
| Bénéfice courant avant impôt                       | 108.694   | 96.694    | 97.790    | 98.908    | 100.048   | 101.211   | 102.397   | 103.607   | 104.842   | 106.101   | 107.385   |
| <i>Produits exceptionnels</i>                      | 3.720     | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <i>Charges exceptionnelles</i>                     | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Bénéfice de l'exercice avant impôt                 | 112.415   | 96.694    | 97.790    | 98.908    | 100.048   | 101.211   | 102.397   | 103.607   | 104.842   | 106.101   | 107.385   |
| <i>Impôt sur le résultat</i>                       | -28.104   | -24.174   | -24.448   | -24.727   | -25.012   | -25.303   | -25.599   | -25.902   | -26.210   | -26.525   | -26.846   |
| Bénéfice de l'exercice                             | 84.311    | 72.521    | 73.343    | 74.181    | 75.036    | 75.908    | 76.798    | 77.706    | 78.631    | 79.575    | 80.538    |
| <i>Dividende</i>                                   | 0         | -55.744   | -56.858   | -57.996   | -59.156   | -60.339   | -61.545   | -62.776   | -64.032   | -65.312   | -66.619   |
| Bénéfice de l'exercice à affecter                  | 84.311    | 17.725    | 17.451    | 17.171    | 16.886    | 16.596    | 16.299    | 15.996    | 15.688    | 15.373    | 15.052    |

Prix de cession 850.000

*Financement sur 10 ans*

Fonds propres 250.000

*Apport personnel* 250.000

Endettement 600.000

*Emprunt bancaire* 600.000

Emprunt bancaire

Capital emprunté 600.000

Durée 10

Taux 2%

Annuité constante 66.795,92

1.8. Annexe 8 : Réalisation de la séparation de l'immobilier et de l'exploitation avec la méthode 1

| Bilan  | Bilan de départ | Etape 1  | Etape 2 | Bilan intermédiaire | Etape 3  | Bilan d'arrivée |
|--|-----------------|----------|---------|---------------------|----------|-----------------|
| IMMOBILISE                                       | 445.794         | -288.426 | 0       | 157.368             | 0        | 157.368         |
| <i>Frais d'établissement</i>                     | 0               | 0        | 0       | 0                   | 0        | 0               |
| <i>Immobilisations incorporelles</i>             | 9.911           | 0        | 0       | 9.911               | 0        | 9.911           |
| <i>Immobilisations corporelles</i>               | 434.702         | -288.426 | 0       | 146.277             | 0        | 146.277         |
| <i>Immobilisations financières</i>               | 1.181           | 0        | 0       | 1.181               | 0        | 1.181           |
| ACTIFS CIRCULANTS                                | 194.262         | 709.606  | -97.500 | 806.368             | -550.000 | 256.368         |
| <i>Créances à plus d'un an</i>                   | 0               | 0        | 0       | 0                   | 0        | 0               |
| <i>Stocks et commandes en cours</i>              | 90.642          | 0        | 0       | 90.642              | 0        | 90.642          |
| <i>Créances à un an au plus</i>                  | 34.154          | 0        | 0       | 34.154              | 0        | 34.154          |
| <i>Placements de trésorerie</i>                  | 0               | 0        | 0       | 0                   | 0        | 0               |
| <i>Valeurs disponibles</i>                       | 64.120          | 709.606  | -97.500 | 676.226             | -550.000 | 126.226         |
| <i>Comptes de régularisation</i>                 | 5.347           | 0        | 0       | 5.347               | 0        | 5.347           |
| TOTAL DE L'ACTIF                                 | 640.056         | 421.181  | -97.500 | 963.736             | -550.000 | 413.736         |
| FONDS PROPRES                                    | 271.528         | 421.181  | 0       | 692.709             | -550.000 | 142.709         |
| <i>Capital</i>                                   | 207.600         | 0        | 0       | 207.600             | -150.000 | 57.600          |
| <i>Primes d'émission</i>                         | 0               | 0        | 0       | 0                   | 0        | 0               |
| <i>Plus-values de réévaluation</i>               | 0               | 0        | 0       | 0                   | 0        | 0               |
| <i>Réserves</i>                                  | 50.789          | 0        | 0       | 50.789              | -50.000  | 789             |
| <i>Bénéfice (perte) reporté(e)</i>               | 13.140          | 421.181  | 0       | 434.320             | -350.000 | 84.320          |
| <i>Subsides en capital</i>                       | 0               | 0        | 0       | 0                   | 0        | 0               |
| PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES               | 0               | 0        | 0       | 0                   | 0        | 0               |
| DETTES   | 368.527         | 0        | -97.500 | 271.027             | 0        | 271.027         |
| <i>Dettes à plus d'un an</i>                     | 183.482         | 0        | -57.500 | 125.982             | 0        | 125.982         |
| <i>Dettes à un an au plus</i>                    | 92.386          | 0        | -40.000 | 52.386              | 0        | 52.386          |
| <i>Dettes commerciales, salariales, fiscales</i> | 92.590          | 0        | 0       | 92.590              | 0        | 92.590          |
| <i>Comptes de régularisation</i>                 | 69              | 0        | 0       | 69                  | 0        | 69              |
| TOTAL DU PASSIF                                  | 640.056         | 421.181  | -97.500 | 963.736             | -550.000 | 413.736         |

1.9. Annexe 9 : Simulation de l'évolution des comptes de résultat et des bilans de la société d'exploitation et de la holding  
(méthode 1)

| EXPLOITATION                                       | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 2023      | 2024      | 2025      | 2026      | 2027      |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <i>Chiffre d'affaires</i>                          | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 |
| <i>Variation des en-cours</i>                      | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <i>Production immobilisée</i>                      | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <i>Autres produits d'exploitation</i>              | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   |
| Ventes et prestations                              | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 |
| <i>Achats</i>                                      | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  |
| Marge brute  | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   |
| <i>Biens et services divers</i>                    | -302.622  | -302.622  | -302.622  | -302.622  | -302.622  | -302.622  | -302.622  | -302.622  | -302.622  |
| <i>Facturation holding</i>                         | 0         | -21.500   | -4.327    | -3.641    | -2.942    | -2.228    | -1.500    | -757      | 0         |
| Marge brute d'exploitation                         | 627.351   | 605.851   | 623.024   | 623.710   | 624.410   | 625.123   | 625.851   | 626.594   | 627.351   |
| <i>Rémunérations, charges sociales et pensions</i> | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  |
| <i>Amortissements</i>                              | -75.043   | -75.043   | -75.043   | -75.043   | -75.043   | -75.043   | -75.043   | -75.043   | -75.043   |
| <i>Réductions de valeur sur st. et créances</i>    | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <i>Provisions pour risques et charges</i>          | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <i>Autres charges d'exploitation</i>               | -1.911    | -1.911    | -1.911    | -1.911    | -1.911    | -1.911    | -1.911    | -1.911    | -1.911    |
| Bénéfice d'exploitation                            | 94.274    | 72.774    | 89.947    | 90.633    | 91.332    | 92.046    | 92.774    | 93.517    | 94.274    |
| <i>Produits financiers</i>                         | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     |
| <i>Charges financières</i>                         | -3.881    | -3.881    | -3.881    | -3.881    | -3.881    | -3.881    | -3.881    | -3.881    | -3.881    |
| Bénéfice courant avant impôt                       | 91.694    | 70.194    | 87.367    | 88.053    | 88.753    | 89.466    | 90.194    | 90.937    | 91.694    |
| <i>Produits exceptionnels</i>                      | 0         | 561.574   | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <i>Charges exceptionnelles</i>                     | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Bénéfice de l'exercice avant impôt                 | 91.694    | 631.769   | 87.367    | 88.053    | 88.753    | 89.466    | 90.194    | 90.937    | 91.694    |
| <i>Impôt sur le résultat</i>                       | -22.924   | -157.942  | -21.842   | -22.013   | -22.188   | -22.367   | -22.549   | -22.734   | -22.924   |
| Bénéfice de l'exercice                             | 68.771    | 473.827   | 65.525    | 66.040    | 66.564    | 67.100    | 67.646    | 68.203    | 68.771    |
| <i>Dividende</i>                                   | 0         | -583.628  | -34.301   | -34.987   | -35.686   | -36.400   | -37.128   | -37.871   | 0         |
| Bénéfice de l'exercice à affecter                  | 68.771    | -109.801  | 31.225    | 31.053    | 30.878    | 30.700    | 30.518    | 30.332    | 68.771    |



| HOLDING  | 2019 | 2020    | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | 2027 |
|--|------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
| <i>Chiffre d'affaires</i>                              | 0    | 21.500  | 4.327  | 3.641  | 2.942  | 2.228  | 1.500  | 757    | 0    |
| <i>Variation des en-cours</i>                          | 0    | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| <i>Production immobilisée</i>                          | 0    | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| <i>Autres produits d'exploitation</i>                  | 0    | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| Ventes et prestations                                  | 0    | 21.500  | 4.327  | 3.641  | 2.942  | 2.228  | 1.500  | 757    | 0    |
| <i>Achats</i>  | 0    | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| Marge brute  | 0    | 21.500  | 4.327  | 3.641  | 2.942  | 2.228  | 1.500  | 757    | 0    |
| <i>Biens et services divers</i>                        | 0    | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| Marge brute d'exploitation                             | 0    | 21.500  | 4.327  | 3.641  | 2.942  | 2.228  | 1.500  | 757    | 0    |
| <i>Rémunérations, charges sociales et pensions</i>     | 0    | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| <i>Amortissements</i>                                  | 0    | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| <i>Réductions de valeur sur st. et créances</i>        | 0    | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| <i>Provisions pour risques et charges</i>              | 0    | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| <i>Autres charges d'exploitation</i>                   | 0    | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| Bénéfice d'exploitation                                | 0    | 21.500  | 4.327  | 3.641  | 2.942  | 2.228  | 1.500  | 757    | 0    |
| <i>Produits financiers</i>                             | 0    | 583.628 | 34.301 | 34.987 | 35.686 | 36.400 | 37.128 | 37.871 | 0    |
| <i>Charges financières</i>                             | 0    | -21.500 | -4.327 | -3.641 | -2.942 | -2.228 | -1.500 | -757   | 0    |
| Bénéfice courant avant impôt                           | 0    | 583.628 | 34.301 | 34.987 | 35.686 | 36.400 | 37.128 | 37.871 | 0    |
| <i>Produits exceptionnels</i>                          | 0    | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| <i>Charges exceptionnelles</i>                         | 0    | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| Bénéfice de l'exercice avant impôt                     | 0    | 583.628 | 34.301 | 34.987 | 35.686 | 36.400 | 37.128 | 37.871 | 0    |
| <i>Impôt sur le résultat</i>                           | 0    | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| Bénéfice de l'exercice                                 | 0    | 583.628 | 34.301 | 34.987 | 35.686 | 36.400 | 37.128 | 37.871 | 0    |
| <i>Prélèvement (transfert) sur réserves immunisées</i> | 0    | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| Bénéfice de l'exercice à affecter                      | 0    | 583.628 | 34.301 | 34.987 | 35.686 | 36.400 | 37.128 | 37.871 | 0    |

| HOLDING                              | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| IMMOBILISE                           | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 |
| <i>Frais d'établissement</i>         | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Immobilisations incorporelles</i> | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Immobilisations corporelles</i>   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Immobilisations financières</i>   | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 |
| ACTIFS CIRCULANTS                    | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Créances à plus d'un an</i>       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Stocks et commandes en cours</i>  | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Créances à un an au plus</i>      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Placements de trésorerie</i>      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Valeurs disponibles</i>           | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Comptes de régularisation</i>     | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| TOTAL DE L'ACTIF                     | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 |
| FONDS PROPRES                        | 50.000  | 633.628 | 667.929 | 702.915 | 738.601 | 775.001 | 812.129 | 850.000 | 850.000 |
| <i>Capital</i>                       | 50.000  | 50.000  | 50.000  | 50.000  | 50.000  | 50.000  | 50.000  | 50.000  | 50.000  |
| <i>Primes d'émission</i>             | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Plus-values de réévaluation</i>   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Réserves</i>                      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Bénéfice (perte) reporté(e)</i>   | 0       | 583.628 | 617.929 | 652.915 | 688.601 | 725.001 | 762.129 | 800.000 | 800.000 |
| <i>Dividende exceptionnel</i>        | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Subsides en capital</i>           | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| DETTES                               | 800.000 | 216.372 | 182.071 | 147.085 | 111.399 | 74.999  | 37.871  | 0       | 0       |
| <i>Dettes à plus d'un an</i>         | 216.372 | 182.071 | 147.085 | 111.399 | 74.999  | 37.871  | 0       | 0       | 0       |
| <i>Dettes à un an au plus</i>        | 583.628 | 34.301  | 34.987  | 35.686  | 36.400  | 37.128  | 37.871  | 0       | 0       |
| <i>Distribution réserves</i>         | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Comptes de régularisation</i>     | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| TOTAL DU PASSIF                      | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 | 850.000 |

## 1.10. Annexe 10 : Réalisation de la séparation de l'immobilier et de l'exploitation avec la méthode 2

| Bilan  | Bilan de départ | Etape 1  | Etape 2 | Etape 3  | Société Immobilière | Etape 4 | Bilan d'arrivée |
|--|-----------------|----------|---------|----------|---------------------|---------|-----------------|
| IMMOBILISE                                       | 445.794         | -156.188 | -1.181  | 0        | 288.426             | 0       | 288.426         |
| <i>Frais d'établissement</i>                     | 0               | 0        | 0       | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| <i>Immobilisations incorporelles</i>             | 9.911           | -9.911   | 0       | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| <i>Immobilisations corporelles</i>               | 434.702         | -146.277 | 0       | 0        | 288.426             | 0       | 288.426         |
| <i>Immobilisations financières</i>               | 1.181           | 0        | -1.181  | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| ACTIFS CIRCULANTS                                | 194.262         | 156.188  | 1.181   | -178.368 | 173.262             | 160.000 | 333.262         |
| <i>Créances à plus d'un an</i>                   | 0               | 0        | 0       | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| <i>Stocks et commandes en cours</i>              | 90.642          | -90.642  | 0       | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| <i>Créances à un an au plus</i>                  | 34.154          | 0        | -34.154 | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| <i>Placements de trésorerie</i>                  | 0               | 0        | 0       | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| <i>Valeurs disponibles</i>                       | 64.120          | 246.829  | 40.681  | -178.368 | 173.262             | 160.000 | 333.262         |
| <i>Comptes de régularisation</i>                 | 5.347           | 0        | -5.347  | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| TOTAL DE L'ACTIF                                 | 640.056         | 0        | 0       | -178.368 | 461.687             | 160.000 | 671.687         |
| FONDS PROPRES                                    | 271.528         | 0        | 0       | 0        | 271.528             | 160.000 | 431.528         |
| <i>Capital</i>                                   | 207.600         | 0        | 0       | 0        | 207.600             | 0       | 207.600         |
| <i>Primes d'émission</i>                         | 0               | 0        | 0       | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| <i>Plus-values de réévaluation</i>               | 0               | 0        | 0       | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| <i>Réserves</i>                                  | 50.789          | 0        | 0       | 0        | 50.789              | 0       | 50.789          |
| <i>Bénéfice (perte) reporté(e)</i>               | 13.140          | 0        | 0       | 0        | 13.140              | 160.000 | 173.140         |
| <i>Subsides en capital</i>                       | 0               | 0        | 0       | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES               | 0               | 0        | 0       | 0        | 0                   | 0       | 0               |
| DETTES   | 368.527         | 0        | 0       | -178.368 | 190.159             | 0       | 190.159         |
| <i>Dettes à plus d'un an</i>                     | 183.482         | 0        | 0       | -125.982 | 57.500              | 0       | 57.500          |
| <i>Dettes à un an au plus</i>                    | 92.386          | 0        | 0       | -52.386  | 40.000              | 0       | 40.000          |
| <i>Dettes commerciales, salariales, fiscales</i> | 92.590          | 0        | 0       | 0        | 92.590              | 0       | 92.590          |
| <i>Comptes de régularisation</i>                 | 69              | 0        | 0       | 0        | 69                  | 0       | 69              |
| TOTAL DU PASSIF                                  | 640.056         | 0        | 0       | -178.368 | 461.687             | 160.000 | 621.687         |

### 1.11. Annexe 11 : Comptes de résultat de la société de l'acquéreur (Méthode 2)

| EXPLOITATION                                       | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 2023      | 2024      | 2025      | 2026      | 2027      |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <i>Chiffre d'affaires</i>                          | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 |
| <i>Variation des en-cours</i>                      | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <i>Production immobilisée</i>                      | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <i>Autres produits d'exploitation</i>              | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   |
| Ventes et prestations                              | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 |
| <i>Achats</i>                                      | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  |
| Marge brute  | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   |
| <i>Biens et services divers</i>                    | -302.622  | -302.622  | -302.622  | -302.622  | -302.622  | -302.622  | -302.622  | -302.622  | -302.622  |
| Marge brute d'exploitation                         | 627.351   | 627.351   | 627.351   | 627.351   | 627.351   | 627.351   | 627.351   | 627.351   | 627.351   |
| <i>Rémunérations, charges sociales et pensions</i> | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  |
| <i>Amortissements</i>                              | -75.043   | -52.789   | -52.789   | -52.789   | -52.789   | -52.789   | -52.789   | -52.789   | -52.789   |
| <i>Réductions de valeur sur st. et créances</i>    | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <i>Provisions pour risques et charges</i>          | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <i>Autres charges d'exploitation</i>               | -1.911    | -1.911    | -1.911    | -1.911    | -1.911    | -1.911    | -1.911    | -1.911    | -1.911    |
| Bénéfice d'exploitation                            | 94.274    | 116.528   | 116.528   | 116.528   | 116.528   | 116.528   | 116.528   | 116.528   | 116.528   |
| <i>Produits financiers</i>                         | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     |
| <i>Charges financières</i>                         | -3.881    | -3.881    | -3.881    | -3.881    | -3.881    | -3.881    | -3.881    | -3.881    | -3.881    |
| <i>Charges financières nouvel emprunt</i>          | 0         | -8.200    | -7.097    | -5.972    | -4.824    | -3.654    | -2.460    | -1.242    | 0         |
| Bénéfice courant avant impôt                       | 91.694    | 105.749   | 106.852   | 107.977   | 109.124   | 110.295   | 111.489   | 112.706   | 113.949   |
| <i>Produits exceptionnels</i>                      | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <i>Charges exceptionnelles</i>                     | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Bénéfice de l'exercice avant impôt                 | 91.694    | 105.749   | 106.852   | 107.977   | 109.124   | 110.295   | 111.489   | 112.706   | 113.949   |
| <i>Impôt sur le résultat</i>                       | -22.924   | -26.437   | -26.713   | -26.994   | -27.281   | -27.574   | -27.872   | -28.177   | -28.487   |
| Bénéfice de l'exercice à affecter                  | 68.771    | 79.311    | 80.139    | 80.982    | 81.843    | 82.721    | 83.616    | 84.530    | 85.461    |
| CAPACITE DE REMBOURSEMENT                          | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 2023      | 2024      | 2025      | 2026      | 2027      |
| <i>Cash flow net</i>                               | 0         | 132.100   | 132.927   | 133.771   | 134.632   | 135.510   | 136.405   | 137.319   | 138.250   |
| <i>- Remboursements en capital</i>                 | 0         | -55.150   | -56.253   | -57.378   | -58.526   | -59.696   | -60.890   | -62.108   | 0         |
| Cash flow libre                                    | 0         | 76.950    | 76.675    | 76.393    | 76.106    | 75.814    | 75.515    | 75.211    | 138.250   |

### 1.12. Annexe 12 : Réalisation de la séparation de l'immobilier et de l'exploitation avec la méthode 3

| Bilan  | Bilan de départ | Société Immobilière | Société Exploitation |
|--|-----------------|---------------------|----------------------|
| IMMOBILISE                                       | 445.794         | 288.426             | 157.368              |
| <i>Frais d'établissement</i>                     | 0               | 0                   | 0                    |
| <i>Immobilisations incorporelles</i>             | 9.911           | 0                   | 9.911                |
| <i>Immobilisations corporelles</i>               | 434.702         | 288.426             | 146.277              |
| <i>Immobilisations financières</i>               | 1.181           | 0                   | 1.181                |
| ACTIFS CIRCULANTS                                | 194.262         | 0                   | 194.262              |
| <i>Créances à plus d'un an</i>                   | 0               | 0                   | 0                    |
| <i>Stocks et commandes en cours</i>              | 90.642          | 0                   | 90.642               |
| <i>Créances à un an au plus</i>                  | 34.154          | 0                   | 34.154               |
| <i>Placements de trésorerie</i>                  | 0               | 0                   | 0                    |
| <i>Valeurs disponibles</i>                       | 64.120          | 0                   | 64.120               |
| <i>Comptes de régularisation</i>                 | 5.347           | 0                   | 5.347                |
| TOTAL DE L'ACTIF                                 | 640.056         | 288.426             | 351.630              |
| FONDS PROPRES                                    | 271.528         | 190.926             | 80.603               |
| <i>Capital</i>                                   | 207.600         | 190.926             | 16.674               |
| <i>Primes d'émission</i>                         | 0               | 0                   | 0                    |
| <i>Plus-values de réévaluation</i>               | 0               | 0                   | 0                    |
| <i>Réserves</i>                                  | 50.789          | 0                   | 50.789               |
| <i>Bénéfice (perte) reporté(e)</i>               | 13.140          | 0                   | 13.140               |
| <i>Subsides en capital</i>                       | 0               | 0                   | 0                    |
| PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES               | 0               | 0                   | 0                    |
| DETTES   | 368.527         | 97.500              | 271.027              |
| <i>Dettes à plus d'un an</i>                     | 183.482         | 57.500              | 125.982              |
| <i>Dettes à un an au plus</i>                    | 92.386          | 40.000              | 52.386               |
| <i>Dettes commerciales, salariales, fiscales</i> | 92.590          | 0                   | 92.590               |
| <i>Comptes de régularisation</i>                 | 69              | 0                   | 69                   |
| TOTAL DU PASSIF                                  | 640.056         | 288.426             | 351.630              |

| Compte de résultats                                    | Bilan de départ | Société Immobilière | Société Exploitation |
|--|-----------------|---------------------|----------------------|
| <i>Chiffre d'affaires</i>                              | 1.062.412       | 59.500              | 1.062.412            |
| <i>Variation des en-cours</i>                          | 0               | 0                   | 0                    |
| <i>Production immobilisée</i>                          | 0               | 0                   | 0                    |
| <i>Autres produits d'exploitation</i>                  | 126.875         | 0                   | 126.875              |
| Ventes et prestations                                  | 1.189.286       | 59.500              | 1.189.286            |
| <i>Achats</i>  | -259.313        | 0                   | -259.313             |
| <i>Biens et services divers</i>                        | -250.622        | -10.000             | -302.622             |
| Marge brute d'exploitation                             | 679.351         | 49.500              | 627.351              |
| <i>Rémunérations, charges sociales et pensions</i>     | -456.123        | 0                   | -456.123             |
| <i>Autres charges d'exploitation</i>                   | -6.911          | -5.000              | -1.911               |
| Résultat brut d'exploitation (EBITDA)                  | 216.317         | 44.500              | 169.317              |
| <i>Amortissements</i>                                  | -100.043        | -25.000             | -75.043              |
| <i>Réductions de valeur sur stocks et créances</i>     | 0               | 0                   | 0                    |
| <i>Provisions pour risques et charges</i>              | 0               | 0                   | 0                    |
| Résultat net d'exploitation (EBIT)                     | 116.274         | 19.500              | 94.274               |
| <i>Produits financiers</i>                             | 1.301           | 0                   | 1.301                |
| <i>Charges financières</i>                             | -8.881          | -5.000              | -3.881               |
| Résultat courant avant impôt                           | 108.694         | 14.500              | 91.694               |
| <i>Produits exceptionnels</i>                          | 3.720           | 0                   | 0                    |
| <i>Charges exceptionnelles</i>                         | 0               | 0                   | 0                    |
| Résultat net de l'exercice avant impôts                | 112.415         | 14.500              | 91.694               |
| <i>Transfert net aux impôts différés</i>               | 0               | 0                   | 0                    |
| <i>Impôt sur le résultat</i>                           | -28.104         | -3.625              | -22.924              |
| Résultat net de l'exercice après impôts                | 84.311          | 10.875              | 68.771               |
| <i>Prélèvement (transfert) sur réserves immunisées</i> | 0               | 0                   | 0                    |
| Résultat de l'exercice à affecter                      | 84.311          | 10.875              | 68.771               |

### 1.13. Annexe 13 : Comptes de résultat et bilans des sociétés d'exploitation et de la holding (Méthode 3)

| EXPLOITATION                                       | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 2023      | 2024      | 2025      | 2026      | 2027      |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <i>Chiffre d'affaires</i>                          | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 | 1.062.412 |
| <i>Variation des en-cours</i>                      | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <i>Production immobilisée</i>                      | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <i>Autres produits d'exploitation</i>              | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   | 126.875   |
| Ventes et prestations                              | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 | 1.189.286 |
| <i>Achats</i>                                      | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  | -259.313  |
| Marge brute  | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   | 929.974   |
| <i>Biens et services divers</i>                    | -302.622  | -302.622  | -302.622  | -302.622  | -302.622  | -302.622  | -302.622  | -302.622  | -302.622  |
| <i>Facturation holding</i>                         | 0         | -3.800    | -3.289    | -2.767    | -2.236    | -1.693    | -1.140    | -576      | 0         |
| Marge brute d'exploitation                         | 627.351   | 623.551   | 624.063   | 624.584   | 625.116   | 625.658   | 626.211   | 626.776   | 627.351   |
| <i>Rémunérations, charges sociales et pensions</i> | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  | -456.123  |
| <i>Amortissements</i>                              | -75.043   | -75.043   | -75.043   | -75.043   | -75.043   | -75.043   | -75.043   | -75.043   | -75.043   |
| <i>Réductions de valeur sur st. et créances</i>    | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <i>Provisions pour risques et charges</i>          | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <i>Autres charges d'exploitation</i>               | -1.911    | -1.911    | -1.911    | -1.911    | -1.911    | -1.911    | -1.911    | -1.911    | -1.911    |
| Bénéfice d'exploitation                            | 94.274    | 90.474    | 90.985    | 91.507    | 92.038    | 92.581    | 93.134    | 93.698    | 94.274    |
| <i>Produits financiers</i>                         | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     | 1.301     |
| <i>Charges financières</i>                         | -3.881    | -3.881    | -3.881    | -3.881    | -3.881    | -3.881    | -3.881    | -3.881    | -3.881    |
| Bénéfice courant avant impôt                       | 91.694    | 87.894    | 88.405    | 88.927    | 89.459    | 90.001    | 90.554    | 91.119    | 91.694    |
| <i>Produits exceptionnels</i>                      | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <i>Charges exceptionnelles</i>                     | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Bénéfice de l'exercice avant impôt                 | 91.694    | 87.894    | 88.405    | 88.927    | 89.459    | 90.001    | 90.554    | 91.119    | 91.694    |
| <i>Impôt sur le résultat</i>                       | -22.924   | -21.974   | -22.101   | -22.232   | -22.365   | -22.500   | -22.639   | -22.780   | -22.924   |
| Bénéfice de l'exercice                             | 68.771    | 65.921    | 66.304    | 66.695    | 67.094    | 67.501    | 67.916    | 68.339    | 68.771    |
| <i>Dividende</i>                                   | 0         | -25.557   | -26.068   | -26.590   | -27.122   | -27.664   | -28.217   | -28.782   | 0         |
| Bénéfice de l'exercice à affecter                  | 68.771    | 40.363    | 40.236    | 40.105    | 39.972    | 39.837    | 39.698    | 39.557    | 68.771    |

| HOLDING  | 2019 | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | 2027 |
|--|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
| <i>Chiffre d'affaires</i>                              | 0    | 3.800  | 3.289  | 2.767  | 2.236  | 1.693  | 1.140  | 576    | 0    |
| <i>Autres produits d'exploitation</i>                  | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| <i>Approvisionnements et marchandises</i>              | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| <i>Biens et services divers</i>                        | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| Marge brute  | 0    | 3.800  | 3.289  | 2.767  | 2.236  | 1.693  | 1.140  | 576    | 0    |
| <i>Rémunérations, charges sociales et pensions</i>     | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| <i>Amortissements</i>                                  | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| <i>Réductions de valeur sur st. et créances</i>        | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| <i>Provisions pour risques et charges</i>              | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| <i>Autres charges d'exploitation</i>                   | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| Bénéfice d'exploitation                                | 0    | 3.800  | 3.289  | 2.767  | 2.236  | 1.693  | 1.140  | 576    | 0    |
| <i>Produits financiers</i>                             | 0    | 25.557 | 26.068 | 26.590 | 27.122 | 27.664 | 28.217 | 28.782 | 0    |
| <i>Charges financières</i>                             | 0    | -3.800 | -3.289 | -2.767 | -2.236 | -1.693 | -1.140 | -576   | 0    |
| Bénéfice courant avant impôt                           | 0    | 25.557 | 26.068 | 26.590 | 27.122 | 27.664 | 28.217 | 28.782 | 0    |
| <i>Produits exceptionnels</i>                          | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| <i>Charges exceptionnelles</i>                         | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| Bénéfice de l'exercice avant impôt                     | 0    | 25.557 | 26.068 | 26.590 | 27.122 | 27.664 | 28.217 | 28.782 | 0    |
| <i>Prélèvement sur impôts différés</i>                 | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| <i>Impôt sur le résultat</i>                           | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| Bénéfice de l'exercice                                 | 0    | 25.557 | 26.068 | 26.590 | 27.122 | 27.664 | 28.217 | 28.782 | 0    |
| <i>Prélèvement (transfert) sur réserves immunisées</i> | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0    |
| Bénéfice de l'exercice à affecter                      | 0    | 25.557 | 26.068 | 26.590 | 27.122 | 27.664 | 28.217 | 28.782 | 0    |

| HOLDING                              | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| IMMOBILISE                           | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 |
| <i>Frais d'établissement</i>         | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Immobilisations incorporelles</i> | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Immobilisations corporelles</i>   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Immobilisations financières</i>   | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 |
| ACTIFS CIRCULANTS                    | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Créances à plus d'un an</i>       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Stocks et commandes en cours</i>  | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Créances à un an au plus</i>      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Placements de trésorerie</i>      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Valeurs disponibles</i>           | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Comptes de régularisation</i>     | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| TOTAL DE L'ACTIF                     | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 |
| FONDS PROPRES                        | 50.000  | 75.557  | 101.626 | 128.215 | 155.337 | 183.001 | 211.218 | 240.000 | 240.000 |
| <i>Capital</i>                       | 50.000  | 50.000  | 50.000  | 50.000  | 50.000  | 50.000  | 50.000  | 50.000  | 50.000  |
| <i>Primes d'émission</i>             | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Plus-values de réévaluation</i>   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Réserves</i>                      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Bénéfice (perte) reporté(e)</i>   | 0       | 25.557  | 51.626  | 78.215  | 105.337 | 133.001 | 161.218 | 190.000 | 190.000 |
| <i>Dividende exceptionnel</i>        | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Subsides en capital</i>           | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| DETTES                               | 190.000 | 164.443 | 138.374 | 111.785 | 84.663  | 56.999  | 28.782  | 0       | 0       |
| <i>Dettes à plus d'un an</i>         | 164.443 | 138.374 | 111.785 | 84.663  | 56.999  | 28.782  | 0       | 0       | 0       |
| <i>Dettes à un an au plus</i>        | 25.557  | 26.068  | 26.590  | 27.122  | 27.664  | 28.217  | 28.782  | 0       | 0       |
| <i>Distribution réserves</i>         | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <i>Comptes de régularisation</i>     | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| TOTAL DU PASSIF                      | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 |